



Chambre des communes
CANADA

Comité permanent des finances

FINA • NUMÉRO 050 • 2^e SESSION • 39^e LÉGISLATURE

TÉMOIGNAGES

Le lundi 16 juin 2008

Président

M. Rob Merrifield

Aussi disponible sur le site Web du Parlement du Canada à l'adresse suivante :

<http://www.parl.gc.ca>

Comité permanent des finances

Le lundi 16 juin 2008

• (1530)

[Traduction]

Le président (M. Rob Merrifield (Yellowhead, PCC)): La séance est ouverte. Nous nous réunissons conformément à une résolution adoptée par le comité le mercredi 2 avril 2008. Nous poursuivons notre étude du papier commercial adossé à des actifs au Canada.

Aujourd'hui, nous accueillons du Bureau du surintendant des institutions financières du Canada, Mme Julie Dickson, surintendante. Nous la remercions de sa présence parmi nous.

Madame Dickson, la parole est à vous.

[Français]

Mme Julie Dickson (surintendante, Bureau du surintendant des institutions financières Canada): *Thank you.*

Monsieur le président, membres du comité, c'est avec plaisir que je me présente devant vous aujourd'hui pour parler de cette question très importante. Nombre de facteurs ont contribué aux problèmes qui ont secoué le marché du papier commercial adossé à des actifs, également appelé PCAA, et j'estime qu'il est de toute première importance de discuter de la situation en profondeur et de l'étudier soigneusement.

[Traduction]

Avant d'aborder certains des points en rapport avec la question du PCAA, permettez-moi d'expliquer brièvement le rôle que joue le Bureau du surintendant des institutions financières dans le système financier canadien.

La Loi sur le Bureau du surintendant des institutions financières précise que celui-ci doit s'efforcer de :

protéger les droits et intérêts des déposants, des souscripteurs et des créanciers des institutions financières, en tenant dûment compte de la nécessité pour celles-ci d'exercer une concurrence efficace et de prendre des risques raisonnables.

Parmi les institutions sur lesquelles le BSIF exerce une surveillance réglementaire, il y a les banques, les sociétés de fiducie et de prêts, les sociétés d'assurances multirisques et les sociétés d'assurance-vie fédérales, ainsi que les régimes de retraite privés de compétence fédérale. En ce qui a trait aux banques, le principal rôle du BSIF consiste à protéger les intérêts des déposants. Lorsqu'on sait que de nombreux Canadiens confient aux banques les économies qu'ils ont réalisées tout au long de leur vie, on comprend à quel point ce volet de nos activités est important.

Étant donné que le BSIF a été mis sur pied pour contribuer à faire en sorte que le public fasse confiance au système financier, certaines personnes en ont déduit que nous sommes responsables de la confiance que le public accorde au système financier. Or, la loi qui le régit est claire sur ce point — notre contribution à la confiance du public envers le système financier est axée sur la sécurité et la solidité des banques.

Aujourd'hui, j'aimerais mettre l'accent sur les mesures que prend le BSIF face au problème du papier commercial adossé à des actifs non bancaires. Mais avant, je tiens à rappeler quelques points importants concernant le marché du PCAA non bancaire.

Premièrement, les règles de fonds propres qui émanent du BSIF ont pour but d'accroître la sécurité et la solidité des banques canadiennes, dans l'intérêt des déposants. Ces règles, qui s'appliquent aux banques canadiennes, n'ont pas incité les entreprises non bancaires du Canada à adopter à grande échelle les concours de trésorerie pour désorganisation générale du marché. Ce sujet est abordé en détail dans un document d'information du BSIF daté du 22 avril 2008, dont des copies vous ont été remises avant l'audience d'aujourd'hui.

Deuxièmement, on ne parvenait pas à s'entendre sur le fait que le marché du PCAA représentait un risque important pour les investisseurs. En fait, le marché a très bien fonctionné au cours des 17 dernières années. En outre, certains des événements qui avaient marqué ce dossier, et dont on avait parlé, avaient été jugés positifs (p.ex, la décision prise par le DBRS de modifier sa méthode de notation en janvier 2007).

Troisièmement, on en sait beaucoup plus aujourd'hui sur les facteurs qui étaient importants pour la sûreté des investisseurs. Par exemple, après les événements survenus en août dernier, il est devenu évident que la solidité du garant — que la structure d'émission ait été établie par une banque ou par un établissement autre qu'une banque — était d'une importance capitale.

Le BSIF a pris la mesure que voici face au problème du PCAA. D'abord, nous avons très tôt évalué l'incidence des perturbations qui ont ébranlé les marchés du PCAA sur toutes les institutions financières que nous surveillons. Bien peu d'entre elles couraient des risques importants en raison du PCAA non bancaire. Il importe également de souligner que les institutions financières sont réputées être des investisseurs avertis. Les régimes de retraite privés que le BSIF surveille ne couraient, eux non plus, pratiquement aucun risque.

Nous avons amorcé un examen de la ligne directrice B-5, en vertu de laquelle les banques canadiennes sont tenues de délimiter leurs attributions dans la création d'une structure de PCAA et de déterminer les normes de fonds propres aux fins des prêts à ces structures. Nous nous attardons aux attributions des banques, particulièrement lorsqu'elles font affaire avec des structures d'émission de PCAA créées par des entités non réglementées, comme Coventree. Nous tentons de déterminer si l'apport des banques à ce genre de structure d'émission peut donner l'impression que le PCAA émis par des entités non réglementées est offert par les banques.

Troisièmement, nous nous efforçons de déterminer comment les banques choisissent les produits qu'elles ajoutent à leur liste de produits approuvés destinés à la vente. Nous mettons l'accent sur les risques qui pourraient découler de pertes ou de décaissements importants imprévus. De notre point de vue, les banques canadiennes qui doivent soudainement racheter les produits qu'elles vendent à leurs clients courent des risques. Nous voulons définir des pratiques exemplaires aux fins de l'élaboration des listes de produits approuvés, afin d'atténuer au maximum les risques de pertes.

Quatrièmement, le BSIF a participé très activement aux travaux du Forum sur la stabilité financière, qui avait pour but de cerner les causes des perturbations et de formuler des recommandations visant à accroître la capacité de récupération du système. Mes collègues à l'étranger et moi avons rédigé le rapport du FSF intitulé *Enhancing Market and Institutional Resilience*. La soixantaine de recommandations qu'il contient ont reçu l'aval des ministres des Finances du G-7 et des gouverneurs des banques centrales. Elles portent sur des questions clés comme les fonds propres et les liquidités des banques, la nécessité, pour les structures d'émission du PCAA, de faire preuve de plus de transparence, et les changements que les agences de notation devront apporter à leurs façons de faire.

C'est d'ailleurs la raison pour laquelle je dois vous quitter à 16 h 30. Il y a en effet une réunion du groupe de travail du Forum sur la stabilité financière demain en Europe.

Enfin, à l'instar de ces pendants à l'étranger par l'entremise du Comité de Bâle, le BSIF est lui aussi en voie de relever ses exigences de fonds propres visant les concours de trésorerie à l'appui du PCAA. Cette mesure permettra de conférer encore plus de sécurité et de solidité aux banques.

Comme il fallait s'y attendre, le gel du marché des PCAA non bancaires a soulevé bien des questions et, pour bien comprendre le phénomène, il faut savoir comment il est survenu. Le BSIF appuie sans réserve les efforts déployés de toutes parts à cette fin et entend bien continuer de prendre part à la discussion.

Il me fera maintenant plaisir de répondre à vos questions.

• (1535)

Le président: Je vous remercie.

Monsieur McCallum, la parole est à vous.

L'hon. John McCallum (Markham—Unionville, Lib.): Je vous remercie de votre témoignage, madame Dickson. Ma première question porte sur les concours de trésorerie pour désorganisation générale du marché, auxquels on a mis fin, d'après ce que j'ai entendu. Est-ce que cela signifie qu'a posteriori, on estime qu'il aurait été préférable de ne jamais permettre leur existence?

Mme Julie Dickson: La première chose à noter, afin que tout le monde comprenne de quoi il est question, c'est que les concours de trésorerie pour désorganisation générale du marché, visés par la ligne directrice B-5, est qu'ils n'exigeaient aucun capital, ne s'appliquaient pas à des entreprises comme Coventree ou aux autres établissements non bancaires qui étaient au cœur de cette question.

Ce dont nous avons parlé dans notre document d'information, c'est que vers 1988, dans le monde entier, les organismes de réglementation n'exigeaient pas le moindre capital en échange d'un concours de trésorerie d'une durée de moins d'un an. Lorsque le BSIF a constaté une croissance rapide de la titrisation, il est devenu très préoccupé par le fait qu'on n'exigeait aucun capital...

L'hon. John McCallum: Excusez-moi, mais j'ai lu votre document.

Seriez-vous d'accord avec ma proposition selon laquelle, avec le recul, il aurait été préférable de ne jamais permettre l'existence de ces concours de trésorerie?

Mme Julie Dickson: Ce ne serait pas vrai pour un organisme de réglementation des banques, car aux yeux de ce dernier, il faut disposer de capitaux pour prendre des risques. Or, les banques ne couraient pas énormément de risque avec ces concours de trésorerie. Si l'on tient compte de ce qui s'est passé à l'échelle internationale, les instruments comme les papiers commerciaux adossés à des actifs ont commencé à connaître des problèmes même lorsque les entreprises disposaient de concours de trésorerie internationaux.

De notre point de vue, le système bancaire canadien ne connaît pas les problèmes dont souffrent d'autres systèmes bancaires à l'heure actuelle car les banques d'ici ne prenaient pas de risque sans disposer des capitaux.

L'hon. John McCallum: Toutefois, n'est-t-il pas vrai que récemment, vous vous êtes dotés d'un cadre de gestion du risque plus vaste en vertu duquel vous examinez les banques sous l'angle de leur capacité en tant qu'agents de placement et de leur réputation sur le plan du risque et d'autres choses de ce genre? Compte tenu de cet ensemble de références plus vastes, n'est-t-il pas vrai que ces concours de trésorerie ont transféré de manière inacceptable le risque des institutions aux particuliers?

Mme Julie Dickson: Nous avons déjà dit que nous allons réviser la ligne directrice B-5, et nous avons déjà commencé à le faire. Nous allons aussi informer nos collègues internationaux qu'à notre avis, il faut absolument exiger des fonds propres à chaque fois qu'on accorde un concours de trésorerie. Cela tient au fait que, selon nos observations, les banques rachètent leurs instruments ou finissent par les appuyer. Or, si l'on veut appuyer des instruments financiers, il faut disposer des capitaux.

On disait qu'en principe, il s'agissait de transférer les risques aux investisseurs. Tel était le principe à l'échelle internationale. Toutefois, ces neuf derniers mois, les risques que les banques croyaient avoir transmis ne l'avaient pas été, du fait qu'elles avaient racheté leur produit.

Nous avions beau avoir reçu des avis juridiques et comptables nous expliquant qu'il y avait bel et bien eu transfert des risques aux investisseurs, nous nous sommes rendu compte de l'importance que revêtait le risque pour la réputation. Une fois transférés, les produits étaient rapatriés. Par conséquent, les banques devront disposer de fonds propres comme garantie à chaque fois qu'un concours de trésorerie se fera.

L'hon. John McCallum: Selon certaines rumeurs, une ou plusieurs institutions financières réglementées par le BSIF avaient peut-être des renseignements de première main au sujet de la baisse de la valeur de ces actifs et avaient peut-être ordonné qu'on les vende sans en informer les clients.

Est-ce que le Bureau examine des enregistrements ou est-ce qu'il se penche sur le comportement en ce qui a trait aux échanges pendant la période qui a mené au gel de ces instruments en août 2007?

Mme Julie Dickson: Cette tâche incombe à la Commission des valeurs mobilières ainsi qu'à l'Association canadienne des valeurs mobilières.

L'hon. John McCallum: Même s'il s'agit du comportement des banques à charte?

Mme Julie Dickson: Oui. La plupart de ces instruments ont été vendus par l'entremise de courtiers. Le produit était donc vendu soit par un courtier, surtout par lui, soit directement par une banque. Nous nous en remettons donc à la Commission des valeurs mobilières ainsi qu'à l'ACCOVAM pour faire ce travail. L'ACCOVAM nous a d'ailleurs informés qu'elle a commencé à le faire.

• (1540)

L'hon. John McCallum: Il me semble que des signaux d'alarme ont été envoyés, mais le BSIF ne semble pas en avoir tenu compte. Par exemple, une seule agence canadienne de notation s'est prononcée sur la question tandis que les agences internationales ne l'ont pas fait. Une seule banque canadienne, la Banque TD, a décidé qu'elle ne voulait rien avoir à faire avec ce genre de produit. La norme internationale était très différente de la norme canadienne.

Ma question est la suivante: n'y avait-il pas des signaux d'alarme dont il fallait tenir compte, et si le BSIF l'avait fait, n'aurait-il pas agi plus tôt qu'il ne l'a fait et joué un rôle de premier plan par rapport à ce fiasco?

Mme Julie Dickson: Eh bien, si l'on se reporte aux 17 années qui ont précédé les événements du mois d'août, ce marché avait donné d'excellents résultats. Nous savions toutefois qu'on discutait beaucoup de ce produit, et fort publiquement. Nous avons d'ailleurs pris connaissance des divers rapports publiés par les organismes de notation, notamment par le DBRS, et il y en avait d'autres. Même la Banque du Canada a publié un excellent rapport en juin 2007, dans lequel il était dit que notre marché était unique. On expliquait ensuite d'autres aspects de ce marché.

Parce qu'il y a eu des concours de trésorerie pour désorganisation générale du marché, il y a eu une plus grande amélioration des termes de crédit. Par exemple, on inclurait davantage d'actifs dans l'instrument financier que de papiers commerciaux. Les concours de trésorerie ne se comparaient pas à ce qu'on observait à l'échelle internationale, mais nous estimions que les structures étaient plus robustes, qu'elles comptaient plus d'actifs. Selon nous, les gens étaient le savaient. Nos investisseurs étaient très avisés et avaient beaucoup d'expérience sur ce marché, et ils étaient donc probablement au courant de ces rapports.

Quoi qu'il en soit, nous ne surveillons pas ce marché. Nous avons déjà expliqué notre travail, qui se concentre uniquement sur la sécurité et la solidité des banques. Nous avertirions nos investisseurs sur notre site Internet si nous observions une fausse banque prenant l'argent des Canadiens sous de fausses représentations. Nous lancerions des signaux d'alarme à nos investisseurs dans un tel cas. Toutefois, lorsque vous parlez des papiers commerciaux adossés à des actifs et du fait que le marché était différent ici de ce qu'il était à l'étranger, nous nous en remettrions alors à d'autres agences à qui il incombe de protéger l'investisseur.

Lors de conférences auxquelles nous avons assisté, nous avons expliqué que nous ne disons pas aux banques quel genre de concours de trésorerie elles devraient offrir. C'est aux forces du marché d'en décider, et les investisseurs prenaient effectivement des décisions.

L'hon. John McCallum: Mais maintenant vous leur dites quoi faire.

Le président: Votre temps est écoulé, si bien que nous devons laisser la parole à d'autres.

Monsieur Crête.

[Français]

M. Paul Crête (Montmagny—L'Islet—Kamouraska—Rivière-du-Loup, BQ): Merci, monsieur le président.

Madame Dickson, dans la question du papier commercial adossé à des actifs au Canada, êtes-vous d'accord qu'on a, au-delà de la crise financière, frôlé une catastrophe économique importante du fait du manque de contrôle à différentes étapes de la titrisation? Lorsqu'on a créé la titrisation, qui permet de réunir un ensemble de produits financiers comportant des pommes pourries et de meilleures pommes, cela a mené à la catastrophe importante qu'on vit aujourd'hui. Que pensez-vous qui devrait être corrigé dans le système pour que ce genre de situation ne se répète pas?

Je vous donne un exemple concret que je connais. Une banque qui vend l'un des produits concernés, tout en sachant que le produit n'est pas fiable, à des gens qui en ont besoin à court terme et qui, en trois jours, auront perdu 20 millions de dollars.

Que faut-il faire pour que ce genre de situation ne se présente plus? Que faut-il faire, aux différentes étapes, par rapport aux agences de cotation, à votre rôle ou au rôle d'autres organismes, incluant la façon de s'en sortir de la Banque du Canada? Quel est votre point de vue?

• (1545)

[Traduction]

Mme Julie Dickson: Je sais que les organismes de réglementation des valeurs mobilières au Canada se penchent sur le fonctionnement du marché non réglementé dans le cas du papier commercial adossé à des actifs. Le gros problème est que le papier commercial adossé à des actifs a été vendu sans prospectus d'émission parce que c'était dans le marché non réglementé. Les organismes de réglementation des valeurs mobilières se penchent sur la question et sur l'opportunité de changer les choses dans ce domaine.

L'un des problèmes est que c'est un marché qui a évolué très rapidement au fil du temps. Pendant longtemps, il est resté le même, tout comme le produit: le papier commercial adossé à des actifs. D'ailleurs, les instruments de papier commercial adossé à des actifs établis par les banques elles-mêmes étaient plutôt ordinaires. Par contre, les structures d'émission de papier commercial adossé à des actifs établis par les intervenants non réglementés tendaient à être beaucoup plus complexes et ambitieux. Je pense qu'il convient de s'inquiéter chaque fois qu'un produit change au fil du temps sans qu'on s'en aperçoive.

J'ai indiqué que nous nous penchions sur les processus d'établissement des listes de produits approuvés...

[Français]

M. Paul Crête: Les agences de cotation, selon vous, ont-elles joué leur rôle correctement?

[Traduction]

Mme Julie Dickson: Est-ce que les agences de notation jouent un rôle?

[Français]

M. Paul Crête: Jouent-elles leur rôle correctement?

[Traduction]

Mme Julie Dickson: Je pense que le DBRS devrait indiquer exactement ce qu'il a fait. Dans tous mes discours et mes documents d'information, j'ai indiqué que selon le DBRS, les risques étaient équilibrés parce qu'il y avait un concours de trésorerie pour désorganisation générale du marché, mais aussi une amélioration plus poussée dans les instruments. C'est ce qu'a avancé l'organisme, mais il pourrait vous en dire plus long sur la question.

[Français]

M. Paul Crête: Habituellement au Canada, les banques ont un bon nom publiquement. Elles ont offert, dans ce contexte, un produit qui, dans certains cas, s'est avéré de très mauvaise qualité au bout du compte. Celles qui ont adhéré à cela ont en quelque sorte mis leur confiance sur la table.

Faudrait-il changer la façon d'assurer le contrôle de ces types de produits dans l'action même des banques?

[Traduction]

Mme Julie Dickson: De nombreux éléments entrent en ligne de compte. Les banques ne se sont pas contentées de seulement vendre les produits. Sans avoir tous les détails, nous savons que les banques ont agi à différents titres comme fiduciaires, c'est-à-dire qu'elles avaient une obligation, si elles fournissaient des conseils, de connaître le produit et le client. C'est la question sur laquelle vont se pencher les organismes de réglementation des valeurs mobilières et l'ACCOVAM.

Les banques peuvent également fonctionner comme comptoirs de commande. Le téléphone sonne, vous répondez et quelqu'un dit: « Je veux ce produit ». Les banques auraient des enregistrements de ce type de transactions.

Il est difficile de généraliser. Si quelqu'un donne des conseils quant à l'achat d'un produit, un organisme de réglementation entre en jeu. Pas moi, mais il y a un organisme de réglementation et il se penche sur la question.

[Français]

M. Paul Crête: Dans le cadre de votre rôle et à la lumière de ce qu'on a vécu et que l'on vit présentement, avez-vous des recommandations à nous faire, ou pensez-vous que vous en aurez, sur l'amélioration, l'élargissement ou le changement de votre mandat?

[Traduction]

Mme Julie Dickson: Il faudrait savoir exactement de quoi il retourne, avant d'envisager l'élargissement de mon mandat, parce que les autres organismes de réglementation continuent à faire leur travail. Il faut attendre de voir quelles seront les conclusions de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières, maintenant appelée OCRCVM. Ils ont annoncé leur intention de rendre leurs constatations publiques. Il faut voir aussi en quoi les organismes de réglementation des valeurs mobilières changeront le marché non réglementé et sa définition. C'est seulement quand nous connaissons tous ces détails que nous serons en mesure de savoir s'il y a eu une lacune en matière de réglementation.

[Français]

M. Paul Crête: Quelqu'un a-t-il présentement le mandat de faire le survol global de cette situation, ou chacun fera-t-il des recommandations? Personne ne semble avoir reçu le mandat de faire la compilation des recommandations pour voir quelles sont les choses qu'il faut changer. Selon vous, actuellement, chacun des organismes, tant le vôtre que les autres, travaille-t-il de façon individuelle?

•(1550)

[Traduction]

Mme Julie Dickson: Nous travaillons de concert. Nous avons chacun notre rôle, mais nous nous rencontrons en tant que groupe. C'est la Banque du Canada qui préside les réunions et nous rencontrons également les organismes de réglementation des valeurs mobilières, ainsi que le ministère des Finances. À l'occasion, nous

invitons l'ACCOVAM, devenue l'OCRCVM, et parlons de ce que fait chaque organisme de réglementation et de la façon dont nous tâchons de régler ces problèmes. Bien sûr, nous procédons de même sur la scène internationale, parce que le Canada n'est pas seul à se heurter au problème. Il y a donc beaucoup d'activités.

Le président: Merci beaucoup.

Monsieur Menzies, à vous la parole pour sept minutes.

M. Ted Menzies (Macleod, PCC): Merci, monsieur le président.

Je vais tâcher de poser quelques questions rapidement, avant de passer le micro à M. Del Mastro.

Merci de votre présence, madame Dickson.

Vous constaterez, je crois, que la question suscite dans le comité des réactions non partisans, contrairement à bien d'autres. Tous autant que nous sommes, nous nous efforçons de découvrir ce qui est allé de travers. Notre rôle, en tant que parlementaires, est de veiller à ce que nos investisseurs, tant petits épargnants que grosses institutions, soient protégés.

Comme vous le savez sans doute, nous avons commencé par entendre comme témoins des investisseurs, grands et petits, dont les remarques ont été carrément critiques à votre rencontre et à l'encontre d'autres entités. Je pense qu'ils se penchaient sur le rôle du ministre des Finances dans cette histoire, limité à encourager tous les intervenants à s'asseoir et à communiquer.

Beaucoup toutefois ont suggéré ne pas avoir su ce qu'ils achetaient. En ce qui nous concerne, c'est hautement préoccupant. Peut-être auriez-vous un commentaire à ce sujet, que cela relève de vos attributions ou pas.

On nous a accusés d'avoir abandonné les personnes âgées, qu'on a laissées investir sans protection dans ces instruments, ce qui a nui à leurs économies pour l'avenir, disons.

Une autre accusation portée a été que les banques internationales ne devraient pas avoir le droit de mettre sur pied au Canada des affaires pouvant coûter des milliards de dollars.

Je ne sais pas si cela relève de vos attributions, mais pourriez-vous réagir à ces accusations, qu'on sache au moins quelle est votre position?

Mme Julie Dickson: Tout d'abord, en ce qui concerne les investisseurs, mes attributions couvrent les déposants. Si vous déposez votre argent à la banque — dans un REER ou un CPG — et si l'institution est membre de la SADC, comme doivent l'être toutes les banques, vous êtes protégé à hauteur de 100 000 \$. C'est là que finit mon rôle.

Mais la question est manifestement importante, surtout quand des gens peu avertis se retrouvent en possession de produits qu'ils ne devraient peut-être pas posséder. C'est pourquoi le travail effectué à l'heure actuelle par l'ACCOVAM, qui se penche sur les modalités exactes de vente du produit et sur ce qui a pu se dire, est si important. Tant que ce travail n'aura pas été mené à bien, nous n'aurons pas les réponses.

Pour ce qui est des banques étrangères, toute société canadienne est libre de faire une demande auprès d'une banque étrangère, demande de prêts ou de services, et c'est précisément ce qu'ont fait les institutions non bancaires, dont Coventree. Nous pensons qu'ils ont fait affaire essentiellement avec des banques étrangères, que le BSIF ne supervise pas. Nous pensons que 90 p. 100 des concours de trésorerie ont fait l'objet de négociations avec des banques étrangères.

Comment fonctionne la législation? Si une banque étrangère vient au Canada et veut prendre votre argent en dépôt, nous encadrons l'opération. Par contre, si une société souhaite emprunter de l'argent, elle est libre de s'adresser à qui bon lui semble. C'est sans doute une bonne chose, vu que cela lui permet d'avoir accès à toutes les sources de financement disponibles dans le monde.

M. Ted Menzies: Merci.

M. Dean Del Mastro (Peterborough, PCC): Merci, madame Dickson.

J'ai deux questions. Pour commencer, comme l'a dit M. Menzies, nous avons entendu des témoins critiquer le BSIF et son rôle. À mon sens, c'était se tromper un peu de cible.

Par contre, je suis préoccupé par le caractère morcelé des organismes de réglementation des valeurs mobilières au Canada. Par curiosité, le BSIF a-t-il une position? Je sais que depuis longtemps, notre gouvernement avance que le Canada a besoin d'un organisme de réglementation du commerce des valeurs mobilières unique. Le BSIF a-t-il une position à cet égard?

• (1555)

Mme Julie Dickson: Nous ne nous étendons pas sur le sujet, généralement. Mais il fait couler beaucoup d'encre, c'est indubitable. En ce qui me concerne, je me contente généralement de parler de ma propre expérience.

Je suis là, assise seule, au lieu de 13 personnes. Je pense qu'il y a plus de reddition de comptes avec un organisme de réglementation qu'avec 13.

Je pense aussi que, sur la scène internationale, quand nous participons aux négociations à Bâle ou ailleurs, il est plus facile de traiter avec un organisme de réglementation unique. Mais c'est juste mon expérience.

Ceci dit, je travaille avec les organismes de réglementation des valeurs mobilières à intervalles réguliers, et c'est plus facile quand il y en a un seul.

M. Dean Del Mastro: Merci.

Le Canada semble unique en son genre en la matière, si bien que j'appuierais indubitablement votre point de vue sur la question. Si la situation résulte vraiment d'une erreur, il me semble qu'un organisme de réglementation unique du marché des valeurs mobilières exigerait des comptes des responsables.

Mais s'il y a erreur, on revient au service de notation. Le DBRS a essentiellement donné la même notation à cet investissement qu'aux bons du Trésor, avec un rendement un peu supérieur. D'ailleurs, un certain nombre de témoins que nous avons entendus ont indiqué qu'on leur avait affirmé que, pour qu'un investissement de ce type échoue, il faudrait que le régime bancaire canadien échoue, en raison de la notation.

Avez-vous des observations sur la notation de ces investissements à l'époque, par rapport à leur notation dorénavant?

Mme Julie Dickson: Tout d'abord, sur la scène internationale, ce n'est pas le seul produit à avoir échoué. De nombreux produits auxquels diverses agences de notation avaient attribué une cote n'ont pas eu les rendements prévus. C'était ma première remarque.

Deuxièmement, s'il y a une chose que j'ai apprise, c'est que, dès qu'il y a un désaccord entre les agences de notation, cela devrait vous mettre la puce à l'oreille. Si des agences de notation ont des points de vue différents... au cours du dernier mois, j'en ai vu un autre exemple, avec un produit différent, essentiellement aux États-Unis, où quatre agences de notation sont en cause. Deux s'entendaient pour

attribuer une forte notation; et deux disaient que ce produit ne méritait pas cette forte notation. C'est un véritable signal de danger, le genre de désaccord auquel, à l'avenir, les gens devraient accorder plus de poids.

Il est donc nécessaire d'apporter des améliorations marquées sur différents fronts, et les agences de notation font l'objet d'une grande attention et de plusieurs études dans le monde. La SEC a annoncé la semaine dernière certains changements qu'elle souhaitait voir apportés et, bien sûr, le DBRS suivrait la question de près.

M. Dean Del Mastro: Merci.

Je n'ai pas d'autres questions, monsieur le président.

Le président: Merci.

Monsieur McKay, vous avez cinq minutes.

L'hon. John McKay (Scarborough—Guildwood, Lib.): Merci, monsieur le président.

Merci à vous, madame Dickson.

Vous êtes chargée de la sécurité et de la viabilité du régime bancaire. M. Clark, qui a occupé un poste important au ministère des Finances, puis qui a été président de Canada Trust, avant de devenir président de la Banque TD, poste qu'il occupe à l'heure actuelle, bref, quelqu'un dont on peut dire qu'il connaît son affaire, a affirmé qu'il ne comprenait pas les priorités en cas de difficultés. D'ailleurs, quand d'autres se sont efforcés d'expliquer la situation, ça faisait un peu « Où est Charlie? ». On part dans un sens, on revient dans un autre, on repart ailleurs, mais si on s'efforce de suivre la chaîne des priorités et des responsabilités, c'est quasiment impossible.

Y a-t-il chez vous quelqu'un qui a vraiment pris le temps de s'asseoir et d'établir une liste des priorités, dans le cas où on fait appel à ces titres?

Mme Julie Dickson: Pourriez-vous préciser ce que vous entendez par priorités?

L'hon. John McKay: À ce que je comprends, vous déterminez les besoins en liquidités d'une banque d'après votre analyse du risque des titres qu'elle offre. Il me semble donc que si vous êtes chargée de la sécurité et de la viabilité du régime bancaire, si la Banque Unetelle offre pour 100 millions de dollars d'un titre, il devrait y avoir chez vous quelqu'un qui dit: « Voici l'analyse du risque liée à ce titre donné ».

La question est relativement simple. Y a-t-il quelqu'un chez vous qui est chargé de cela? Et le cas échéant, quelle a été son analyse de ce type de titres?

• (1600)

Mme Julie Dickson: Nous parlons de produits complexes en général et du fait que certaines banques n'offraient pas ces produits et n'ont pas eu ces problèmes — comme la TD?

L'hon. John McKay: Eh bien, nous parlons d'un produit complexe qui, on le suppose, vous a été présenté à un moment ou à un autre afin que vous en déterminiez la liquidité. Vous êtes chargée de la sécurité et de la viabilité, si bien que vous devez effectuer, on le suppose, une analyse indépendante d'un produit et déterminer s'il s'agit d'un actif qui produit plus ou moins de liquidités.

Mme Julie Dickson: Voici le fonctionnement.

Nous fixons les exigences en matière de fonds propres et les règles de liquidité, mais surtout les exigences en matière de fonds propres. Quand on se mêle de produits complexes, quand on investit dans des produits complexes, les fonds propres sont importants. On a beaucoup discuté, au Canada, mais aussi dans le monde, des produits complexes, dont l'évolution a été plutôt rapide. Certaines études ont été effectuées par les organismes de réglementation des marchés, sur la scène internationale, et le BSIF y a participé.

Il convenait de poser certaines questions. Les investisseurs comprennent-ils ce qu'ils achètent? Les banques comprennent-elles ce qu'elles font? Les agences de notation comprennent-elles ce qu'elles font? Les organismes de réglementation comprennent-ils ce qui se passe?

Les organismes de réglementation ont donc effectué un travail substantiel et cerné les risques. Nous nous serions rendus dans toutes les institutions pour discuter des risques que nous constatons, en creusant un peu et en tâchant de voir si elles avaient le personnel voulu pour comprendre le risque, vu que ce sont essentiellement elles qui assument la responsabilité. Nous ne sommes pas là jour après jour pour voir ce qu'elles font.

L'hon. John McKay: Mais, si vous êtes chargés de la sécurité et de la viabilité, n'êtes-vous pas également chargés de savoir ce qui arrive à ce produit en particulier en cas de défaillance? Si quelqu'un comme M. Clark dit ne pas comprendre, je vois mal comment le BSIF pourrait dire, en toute honnêteté, comprendre le produit.

Mme Julie Dickson: Tout d'abord, c'est aux institutions de dire si elles comprennent ou pas. Une institution peut déclarer qu'elle ne comprend pas le produit, une autre qu'elle le comprend pleinement. Mais c'est notre prérogative. C'est ce que font les institutions de par le monde. Il nous faut être en mesure d'être concurrentiels. Nous rencontrons le conseil d'administration, nous faisons le point sur ce que nous constatons et nous expliquons au conseil d'administration que c'était à lui de savoir ce qu'il faisait. Je pense que les choses se sont plutôt bien passées au Canada.

Quand on se penche sur...

L'hon. John McKay: Ne seriez-vous pas en mesure de dire ce qui suit? Si vous voulez investir dans ces produits, vous pouvez faire ce que vous souhaitez, mais, en ce qui nous concerne, vu notre analyse comme BSIF, vous devez disposer de tant de fonds propres et, si vous devez les emprunter des CPG pour en disposer, c'est autre chose.

Mme Julie Dickson: Oui et nous établissons ces règles au niveau international. Ces exigences en matière de fonds propres dépendent de la complexité et augmentent à nouveau. C'était indiqué dans le document d'information I publié en avril. Il va y avoir une nouvelle modification de l'Accord de Bâle, parce que, en tant qu'organisme de réglementation, nous avons constaté que les exigences de fonds propres restaient insuffisantes pour certains de ces produits complexes. Elles vont donc à nouveau augmenter.

L'hon. John McKay: Merci.

Le président: Merci beaucoup.

Monsieur Laforest.

[Français]

M. Jean-Yves Laforest (Saint-Maurice—Champlain, BQ): Merci, monsieur le président.

Bonjour, madame Dickson. Dans votre déclaration d'ouverture, vous avez parlé des mesures que prend le Bureau du surintendant des institutions financières pour déterminer quelles mesures il faut

prendre pour l'avenir. Vous avez énoncé trois points. Au deuxième, vous dites: « on ne parvenait pas à s'entendre sur le fait que le marché du PCAA représentait un risque important pour les investisseurs ».

Pourriez-vous nous préciser qui est « on »? J'imagine qu'il représente plusieurs personnes.

[Traduction]

Mme Julie Dickson: Je parlais des évaluations du marché. Les agences de notation avaient leurs points de vue; d'autres ont également exprimé une opinion sur le marché. Par ailleurs, nous participions à des conférences. Jusqu'en août, le marché avait bien fonctionné, bien des investisseurs avertis étant disposés à y investir des montants considérables.

[Français]

M. Jean-Yves Laforest: Vous, du Bureau même du surintendant des institutions financières, aviez-vous une opinion, à ce moment-là? Vous dites qu'il y avait des agences de cotation qui avaient des opinions divergentes. Vous, au bureau, aviez-vous une opinion là-dessus, avant août 2007?

• (1605)

[Traduction]

Mme Julie Dickson: Nous nous attachions aux risques que couraient les banques du fait de ce marché. Quand on discute d'un marché, qu'il s'agisse de l'immobilier, des télécommunications ou d'autre chose, on s'attache quant à nous essentiellement aux risques encourus par les banques dans ce marché, au cas où quelque chose se produirait. Il est souvent difficile de prédire ce qui risque d'arriver. Mais si quelque chose se produit, il faut veiller à ce que les banques aient suffisamment de fonds propres pour pouvoir résister à tout ce qui peut leur tomber dessus.

Prenez le marché du papier commercial adossé à des actifs. Je dirais que les signes précurseurs y étaient plus rares que ceux qu'on constate souvent dans d'autres marchés — la bulle des point-com, par exemple.

[Français]

M. Jean-Yves Laforest: Je vous pose une autre question tout de suite, car le temps nous est toujours compté. Au troisième point, sur ce même sujet où vous parlez des mesures, une chose m'a beaucoup surpris. Vous dites:

Troisièmement, on en sait beaucoup plus aujourd'hui sur les facteurs qui étaient importants pour la sûreté des investisseurs. Par exemple, après les événements survenus en août dernier, il est devenu évident que la solidité du garant [...] était d'une importance capitale.

Je suis surpris que vous constatiez maintenant que la solidité du garant est d'une importance capitale, alors que j'ai toujours pensé que cela était important. Je ne comprends pas. Cela veut-il dire qu'auparavant, la solidité du garant n'était pas importante?

[Traduction]

Mme Julie Dickson: Je peux vous donner plus de détails. Mon message était le suivant: lorsque les banques mettent en place des structures d'émission de papier commercial adossé à des actifs, en théorie, elles ont transféré tout le risque aux investisseurs. Lorsque Coventree, un acteur non réglementé, a mis en place une structure d'émission, en théorie le risque avait été transféré aux investisseurs, de sorte qu'ils n'avaient qu'à examiner ce qui faisait partie de cette structure d'émission, quels prêts hypothécaires ou quels prêts automobile en faisaient partie. Vous n'aviez pas à vous inquiéter de qui avait mis en place la structure d'émission. Mais ce que nous avons constaté au niveau international, c'est que vous étiez dans une bien meilleure situation si vous aviez investi dans du papier commercial émis par une banque.

[Français]

M. Jean-Yves Laforest: Pourtant, les investisseurs eux-mêmes se fiaient à la solidité du garant, à la solidité du produit qu'ils achetaient. Vous dites que le risque leur a été transmis, peu importe la solidité du vendeur. C'est là que les gens se sont fait avoir.

[Traduction]

Mme Julie Dickson: Les investisseurs qui investissaient légalement dans ces produits se fiaient seulement à la structure d'émission. Je pense que certaines cotes données à la structure d'émission prenaient en compte de façon implicite qu'une banque était commanditaire, mais en bout de ligne, peut-être pas suffisamment, parce que le papier émis par des structures d'émission non réglementées recevait les mêmes cotes que le papier émis par les banques.

Ce qui importait vraiment, et ce que nous avons constaté non seulement au Canada mais ailleurs dans le monde, c'est que si vous étiez fort et pouviez dire, « Ne vous inquiétez pas, je m'occuperai de vous », l'investisseur était en meilleure situation.

[Français]

M. Jean-Yves Laforest: Peut-on dire que...

[Traduction]

Le président: Désolé, votre temps est écoulé, nous devons passer à la prochaine personne.

Nous allons passer à M. Dykstra.

M. Rick Dykstra (St. Catharines, PCC): Merci, monsieur le président.

J'ai deux questions. Premièrement, le deuxième point du mandat du BSIF énonce que le bureau doit « aviser sans délai les institutions financières et les régimes de retraite dont l'actif est jugé insuffisant et prendre des mesures pour corriger la situation sans tarder, ou forcer la direction, le conseil d'administration ou les administrateurs du régime en cause à le faire ».

Combien de temps s'est écoulé entre le jour où vous avez compris qu'il y avait des problèmes causés par le papier adossé à des actifs jusqu'au jour où vous avez recommandé au moins certains changements aux banques?

Mme Julie Dickson: Quand avons-nous recommandé des changements? Cela dépend de quels changements nous parlons.

Le problème est apparu le vendredi d'une longue fin de semaine, donc nous avons rencontré la Banque du Canada et d'autres organismes pendant cette longue fin de semaine. Je pense qu'immédiatement nous avons commencé à essayer de découvrir qui possédait ce papier commercial adossé à des actifs, surtout parmi

les institutions et les régimes de retraite que nous surveillons. À partir du mardi, nous recueillions autant d'information que possible.

Je n'ai pas la chronologie devant moi, mais le marché a initié une grande partie des changements pendant quelques semaines au mois d'août. Par « marché », je parle des investisseurs et des grandes banques, par exemple, qui ont commencé à dire qu'elles allaient convertir tous les concours de trésorerie en concours de style international pour que tout le monde sache qu'investir dans du papier commercial adossé à des actifs était sûr. Donc une partie des changements se sont faits sous l'impulsion du marché.

L'été dernier, je pense, nous avons commencé à parler de façon régulière avec les organismes de réglementation internationaux du cadre d'investissement touchant les structures d'émission et les concours de trésorerie. Je n'ai pas la chronologie devant moi, mais tout cela était si énorme que nous avons travaillé très fort dès le début.

• (1610)

M. Rick Dykstra: J'essaie de faire le lien entre ce que vous avez dit dans votre exposé — et qui se trouve à la rubrique « Les mesures prises par le BSIF » —, les choses que vous avez faites. Dans la dernière phrase, on peut lire « Nous tentons de déterminer si l'apport des banques à ce genre de structure d'émission peut donner l'impression que le PCAA émis par des entités non réglementées est offert par les banques ».

Je ne sais pas si c'est vraiment une mesure, donc j'aimerais que vous m'expliquiez ce que cela signifie. D'après moi, il faudrait examiner cet aspect avant de recommander une mesure. Alors je me demandais pourquoi il était si important d'examiner cet aspect avant de vraiment prendre des mesures.

Mme Julie Dickson: Eh bien, nous allons émettre une version révisée de la ligne directrice B-5, et c'est un des points dont nous allons traiter. Nous allons publier cette nouvelle version rapidement. À l'origine, B-5 s'occupait des rôles joués par les banques dans la mise sur pied de structures d'émission. Nous avons lu quelques articles de journaux qui disaient que certaines structures étaient commanditées par les banques alors que ce n'était pas vrai. Alors, nous avons senti que nous devions intervenir pour qu'il soit très clair que si vous participiez à la mise sur pied de structures d'émission, vous deviez expliquer en détail ce que vous alliez faire avec ces structures afin de réduire les risques de nuire à votre réputation.

M. Rick Dykstra: Malgré le fait que vous surveillez les institutions et les régimes de retraite, il n'y a pas qu'eux qui écouteront les commentaires et les recommandations que vous allez faire et les mesures que vous allez suggérer à ce sujet. Ne faudrait-il pas que vos rapports soient rendus publics assez rapidement pour que ces autres organisations qui ne relèvent pas sous votre compétence puissent, nous l'espérons, faire preuve de bonne volonté, ou au moins agir aussi rapidement que possible, en se servant des renseignements que vous leur fournirez?

Mme Julie Dickson: Oui. La ligne directrice B-5 en est un exemple. Le marché est stable présentement, c'est-à-dire qu'il ne croît pas et les gens ne créent pas de nouveaux produits, etc. De ce point de vue, il n'était pas nécessaire de publier cette ligne directrice dans les deux semaines suivant la crise. Mais bien sûr, tous nos documents sont publiés sur notre site Web. Nous essayons de ne rien garder secret.

Le président: Merci beaucoup.

Votre temps est écoulé.

Monsieur Mulcair, vous avez cinq minutes.

[Français]

M. Thomas Mulcair (Outremont, NPD): Merci pour votre indulgence, monsieur le président. C'est très apprécié.

Madame Dickson, j'aimerais revenir sur l'une des déclarations que vous avez faites plus tôt en ce qui concerne un groupe que vous avez traité de non réglementé, comme Coventree.

Si ces groupes ne sont pas réglementés à l'heure actuelle, qui devrait les réglementer?

[Traduction]

Mme Julie Dickson: Coventree était un émetteur de valeurs mobilières, donc l'organisme relevait de la Commission des valeurs mobilières. Lorsque je dis qu'ils ne sont pas réglementés, je veux dire que nous ne réglementons pas leur solvabilité, mais toutes les valeurs mobilières émises sont protégées par les lois sur les valeurs mobilières.

•(1615)

[Français]

M. Thomas Mulcair: Il y avait un problème évident que tous peuvent voir aujourd'hui. Les taux d'intérêt des banques étaient tellement bas que les clients des banques, de même que les compagnies qui vendaient les produits des banques, voyaient un intérêt à sortir leur argent d'une économie où il était dûment protégé, c'est-à-dire un compte en banque, pour l'investir dans des produits vendus par des banques ou leurs filiales. Vous avez vu cela.

La question qu'on vous pose est celle-ci: qu'avez-vous fait quand vous l'avez vu? Même si cela ne relevait pas de vous, avez-vous sonné l'alarme? Avez-vous dit que, de toute évidence, il y avait un problème dans la structure et qu'il fallait agir rapidement? Avez-vous averti le gouvernement?

[Traduction]

Mme Julie Dickson: Partout dans le monde, il était clair qu'avec les taux d'intérêt bas, les investisseurs étaient à la recherche de nouveaux produits offrant un meilleur rendement. Ce marché a bien fonctionné pendant 17 ans au Canada, et je pense que tant que des investisseurs bien informés continuaient à y investir de l'argent, tant que les valeurs mobilières recevaient une note de triple A, ce produit faisait fonctionner le marché et était intéressant pour les investisseurs.

M. Thomas Mulcair: Vous avez parlé de ce qui se passait ailleurs, mais j'aimerais que vous vous concentriez, si vous le voulez, madame Dickson, sur vous, votre rôle, l'organisme que vous dirigez. Vous dirigez un organisme très important qui s'appelle le Bureau du surintendant des institutions financières au Canada. Vous avez un rôle à jouer.

Lorsque vous avez vu ce qui se passait, avez-vous averti le gouvernement, les élus, votre ministre? Avez-vous sonné l'alarme? Avez-vous dit qu'il y avait un problème, qu'il y avait des gens protégés en tant que déposants, mais qui n'étaient pas protégés en tant qu'investisseurs, parce qu'ils ont déplacé leurs investissements hors d'un compte d'épargne vers un instrument que les banques, qui sont réglementées par le gouvernement fédéral, appellent le papier commercial adossé à des actifs, et cela ne semble-t-il pas sûr? Mais vous savez que ce n'est pas le cas. Votre personnel est composé d'experts qui peuvent vous le dire.

Est-ce que vous l'avez dit à quelqu'un, et si oui, à qui et quand?

Mme Julie Dickson: Les gens sont protégés. Si vous investissez dans une valeur mobilière au Canada, vous êtes protégé par la Commission des valeurs mobilières. Mon travail est de m'occuper

des banques et de leurs déposants. Si vous êtes un investisseur, vous êtes protégé par la Commission des valeurs mobilières.

M. Thomas Mulcair: À vous entendre, on croirait qu'il n'y avait pas de problème, comme si personne n'avait été placé dans une position très précaire après avoir investi dans du papier commercial adossé à des actifs. Mais nous savons tous que ce n'est pas le cas. Nous savons qu'il y a beaucoup de gens qui ont acheté grâce aux banques ou à leurs sociétés affiliées quelque chose que l'on dit « adossé à des actifs », bien que cela soit une fausse appellation qui était clairement trompeuse.

Maintenant vous nous dites que non seulement vous n'avez pas sonné l'alarme, mais d'après vous cela ne faisait pas partie de vos responsabilités car c'était une question strictement provinciale. Est-ce là le point de vue que vous présentez au comité cet après-midi?

Mme Julie Dickson: Mon travail est de protéger les déposants bancaires. Ce sont les économies d'une vie; je prends mon travail très au sérieux.

M. Thomas Mulcair: Personne ne prétend le contraire. Mais nous posons des questions précises et vous n'y répondez pas — vous les évitez. J'aimerais une réponse claire.

Mme Julie Dickson: Je veux souligner que protéger les déposants bancaires est un travail très important, comme l'est celui de protéger les investisseurs. Il y a des commissions de valeurs mobilières qui s'occupent de protéger les investisseurs. Je pense que voilà la frontière entre mon mandat et le leur. Je sais qu'ils prennent leur travail très au sérieux également.

M. Thomas Mulcair: Lorsque vous avez vu ce qui se passait, avez-vous sonné l'alarme, oui ou non?

Mme Julie Dickson: Il n'y avait pas d'alarme à sonner au Canada ou ailleurs dans le monde parce que le marché fonctionnait. En tant qu'organisme de réglementation, nous avons parlé de la complexité que nous constatons et que certains instruments notés AAA étaient créés à partir d'autres choses. Nous nous demandions si c'était approprié, mais nous nous concentrons sur le risque pour les banques. Je pense que notre bilan dans le secteur bancaire est très bon, surtout si on le compare à d'autres pays.

M. Thomas Mulcair: Vous avez dit que vous vous posiez des questions. Quand et avec qui?

Le président: Je vais permettre une réponse brève et ce sera tout.

M. Thomas Mulcair: C'est une question très claire qui exige une réponse brève, mais elle exige une réponse.

Mme Julie Dickson: Pouvez-vous poser la question une autre fois?

M. Thomas Mulcair: Vous venez de nous dire, « Nous nous posions des questions... » Quand avez-vous soulevé ces questions et avec qui?

Mme Julie Dickson: En 2005, un rapport très détaillé sur les problèmes liés aux produits complexes a été publié. On le trouvait sur tous les sites Web des organismes de réglementation dans le monde. J'ai fait un discours en avril, et il se trouve sur notre site Web, dans lequel je parlais des produits complexes achetés et du fait que des valeurs mobilières AAA étaient créées à partir d'autres produits. Le discours était du point de vue d'un organisme de réglementation des banques et traitait des conséquences sur la solvabilité des banques.

C'est quelque chose dont j'ai évidemment parlé, comme l'ont fait d'autres organismes de réglementation des banques. Je ne peux parler que du point de vue d'un organisme de réglementation des banques.

•(1620)

Le président: Merci.

J'aurais une ou deux questions vite faites.

Vous avez parlé plus tôt des agences de notation et de la façon dont, à l'avenir, il conviendrait peut-être d'avoir la puce à l'oreille dès qu'une agence de notation attribuait une cote à un certain produit, mais que d'autres refusaient de le faire. Vous avez ensuite laissé entendre, dans votre témoignage, que cela s'était produit ici récemment, avec deux agences ayant attribué une cote, et deux autres ayant refusé d'attribuer cette cote ou en ayant attribué une différente. Vous y voyiez un signal d'alarme.

Au cours des 17 dernières années, y a-t-il eu d'autres situations où une agence de notation a attribué une cote aussi extrême, sans que cela soit suivi de complications quelconques? Avez-vous d'autres exemples qui vous viennent à l'esprit?

Mme Julie Dickson: Pas que je sache. S'il y a d'autres exemples, je ne les connais pas.

Le président: Moi, cela me mettrait la puce à l'oreille si des agences attribuaient des cotes si différentes et si cela ne s'était jamais vu.

Y en a-t-il eu d'autres exemples dans l'année écoulée, à part celui-là?

Mme Julie Dickson: Au Canada, non, je ne pense pas. Mais dans d'autres marchés, si.

Le président: Merci.

Je voudrais vous remercier d'avoir bien voulu venir, d'autant que votre temps est précieux.

Il n'y avait personne d'autre sur ma liste mais il reste un peu de temps, si quelqu'un a encore une question.

Allez-y.

Mme Martha Hall Findlay (Willowdale, Lib.): Merci.

Et merci à vous, madame Dickson, d'avoir comparu.

Vous avez recommandé l'élimination de l'absence totale d'exigence de fonds propres pour les concours de trésorerie en cas de désorganisation des marchés. C'est manifestement un pas dans la bonne direction.

Nous avons eu des discussions sur ce problème et sur l'anomalie de cette situation au Canada; vous avez aussi parlé de faire des concours de style international. Est-il vrai que le Canada ait été le seul pays, ou quasiment le seul pays, où cela n'était pas encore en place? Y avait-il une différence entre ce qui était permis au Canada, alors que c'était interdit ailleurs dans le monde?

Mme Julie Dickson: Je présenterais les choses différemment. Il y avait consensus partout dans le monde pour une absence totale d'exigence de fonds propres pour les concours de trésorerie d'une durée de moins d'un an. En tant qu'organisme de réglementation des banques, c'est une situation qui a commencé à nous préoccuper sérieusement. Si vous prenez des risques, il faut avoir les fonds propres. Nous nous sommes adressés à nos collègues sur la scène internationale et avons avancé l'idée qu'il fallait des fonds propres; les banques prennent des risques quant elles fournissent ces concours de trésorerie sans appliquer de restrictions aux structures d'émission. Nos collègues internationaux sont tombés d'accord et ont convenu que oui, effectivement, il fallait exiger des fonds propres.

Mme Martha Hall Findlay: Excusez-moi de vous interrompre, mais je remonte à l'époque où tout cela se produisait et à la raison

pour le Canada d'adopter également l'approche de concours de style international.

D'après les conversations que nous avons eues avec d'autres personnes, le Canada était un peu ciblé, parce que la situation y était différente de celle ailleurs dans le monde. Qu'en dites-vous?

Mme Julie Dickson: En 2004, les organismes de réglementation au Canada comme aux États-Unis ont imposé une exigence de fonds propres supplémentaires pour les concours de style international, parce que nous estimions que les banques couraient un risque.

Les règles du BSIF s'appliquaient à nos banques où que soient leurs lieux d'exploitation. Quand l'exploitation était aux États-Unis, les banques offraient des concours de style international, parce qu'il s'agissait des seuls concours que les investisseurs et les agences de notation acceptaient aux États-Unis par. Je sais qu'une des grandes banques s'était convertie aux concours de style international au Canada également, de sa propre initiative.

Ce que j'essaie de dire, c'est que nos règles en matière de fonds propres ne s'appliquaient pas à Coventree. Elles s'appliquaient aux banques canadiennes qui, quand elles faisaient affaire aux États-Unis ou en Europe, proposaient des concours de style international plutôt que des concours de trésorerie pour désorganisation générale des marchés. Je le répète, c'était parce que c'était exigé par les investisseurs et les agences de notation.

J'estime en fait que, d'un point de vue d'exigence de fonds propres, les règles du BSIF résistent à l'examen. Ce sont d'autres facteurs qui influent sur le marché.

•(1625)

Mme Martha Hall Findlay: Mais si c'est le cas, pourquoi être passé à des concours de style international si tout allait bien avant?

Mme Julie Dickson: Ce que l'on a observé, c'est qu'au lieu de transférer le risque aux investisseurs, les banques sont intervenues pour soutenir les structures d'émission; quand on agit de la sorte, il est impossible de justifier l'absence de toute exigence de fonds propres. Cette absence d'exigences se défendait quand les banques transféraient le risque aux investisseurs mais ce n'était plus le cas du moment lorsque, la première fois, les banques sont intervenues pour soutenir ces structures d'émission.

Mme Martha Hall Findlay: Je voudrais bien comprendre.

Je croyais que le Canada était à peu près le seul pays à autoriser les banques à renoncer de verser des paiements de capitalisation d'urgence aux structures d'émission de papier commercial si elles devaient se retrouver paralysées, et que c'est une des raisons pour lesquelles on s'est concentré sur le Canada plutôt que sur d'autres pays. Si vous allez dans la bonne direction, très bien; c'est fantastique. Mais je veux savoir si c'est bien le cas: le Canada constituait une sorte d'anomalie qui a aggravé la situation.

Mme Julie Dickson: Quatre-vingt-dix pour cent des banques dont nous parlons sont étrangères. Quatre-vingt dix pour cent des banques — Coventree, etc., les institutions non bancaires — traitaient d'ordinaire avec des banques étrangères qui échappent à la réglementation du BSIF. Ce sont ces banques étrangères qui possédaient le gros de ces concours de trésorerie. Ce sont elles qui ont refusé de fournir le gros des liquidités, en conformité avec les ententes qu'elles avaient avec Coventree, et Coventree était libre de choisir n'importe quel concours de trésorerie.

Mme Martha Hall Findlay: Merci.

Le président: Merci beaucoup.

Votre temps a passé vite.

Monsieur Crête, très rapidement, je n'ai que 30 secondes, après quoi je vais clore cette partie.

[Français]

M. Paul Crête: Croyez-vous que les banques étrangères devraient être placées sous votre responsabilité, sous votre contrôle?

[Traduction]

Mme Julie Dickson: Quand nous acceptons des dépôts ici, oui, mais si un fabricant d'automobiles, une compagnie d'alimentation ou une Coventree veut traiter avec une banque étrangère, je pense qu'elle devrait être autorisée à le faire. Ces banques sont régies par des organismes de réglementation, notamment en matière de solvabilité.

Le président: Merci beaucoup d'être venue et de votre exposé ainsi que du temps que vous nous avez consacré. Nous voulons aussi respecter vos horaires, nous allons donc suspendre la séance jusqu'à ce que les représentants du ministère des Finances viennent à la table.

Merci beaucoup, madame Dickson.

Le président: Je suis heureux que les représentants du ministère des Finances soient parmi nous.

Nous recevons M. Tiff Macklem.

Merci d'être venu. Avez-vous un exposé pour le comité? Je vous en remercie.

La parole est à vous. Je vous en prie.

•(1630)

M. Tiff Macklem (sous-ministre délégué et député pour le Canada au G7, ministère des Finances): Merci, monsieur le président et mesdames et messieurs les membres du comité. Le ministre des Finances ainsi que son ministère reconnaissent l'importance des présentes audiences sur le marché canadien du papier commercial adossé à des actifs (PCAA), particulièrement sur le segment non bancaire de ce marché qui a fait l'objet de l'Accord de Montréal et d'une restructuration sous surveillance judiciaire selon la Loi sur les arrangements avec les créanciers des compagnies.

Je suis très heureux d'avoir l'occasion de représenter le ministère des Finances devant votre comité.

La restructuration du marché du PCAA non bancaire aux termes de l'Accord de Montréal est une initiative du marché, et aucun fonds public ni garantie du gouvernement n'ont été fournis. Cette restructuration est un bon exemple de la façon dont le secteur privé peut régler une question qui est liée au marché, et son succès a été reconnu à l'échelle internationale. Toutefois, cela n'enlève rien au fait que le processus a été long, complexe et difficile pour tous les intéressés.

Avant de répondre à vos questions, j'aimerais vous exposer le point de vue du ministère des Finances sur le marché du PCAA et sur les événements qui ont mené au gel du segment non bancaire, notamment le contexte mondial dans lequel ces événements se sont produits, quelques-unes des leçons apprises et la réponse des responsables politiques.

[Français]

La réglementation des marchés des valeurs mobilières au Canada est sous la responsabilité des commissions des valeurs mobilières provinciales. Le cadre de réglementation précise, entre autres, le niveau de divulgation exigé des émetteurs de valeurs et des courtiers qui vendent des titres au public. Au Canada, le papier commercial, y compris le PCAA, est vendu en vertu d'une exonération pour une

créance à court terme accordée par les règlements provinciaux en matière de valeurs mobilières. Cette exonération permet de vendre un titre de créance dont l'échéance ne dépasse pas un an de la date d'émission et dont la cote de crédit a été approuvée par une agence de notation accréditée, sans aucun prospectus.

Au Canada, le marché canadien du PCAA est constitué de deux segments: les conduits bancaires, qui représentent environ 80 milliards de dollars canadiens de PCAA en circulation en date du mois d'août dernier, et les conduits non bancaires, lesquels sont de l'ordre de 35 milliards de dollars canadiens.

Tous les programmes de PCAA comportent une non-concordance entre l'échéance des actifs — plusieurs années dans la plupart des cas — et l'échéance du PCAA — n'excédant pas trois mois en règle générale. Pour ces motifs, les conduits PCAA requièrent auprès des institutions financières des marges d'octroi de liquidités auxquelles ils peuvent avoir accès sous certaines conditions, lorsque la vente de nouveaux PCAA est difficile ou impossible.

Dans la plupart des pays, les programmes de PCAA s'appuient sur les conversions de liquidités de facture mondiale, auxquelles ils peuvent accéder pour plusieurs motifs selon les circonstances du marché, y compris un événement de crédit. Jusqu'en août dernier, le marché canadien comportait une caractéristique unique, car la plupart des PCAA, y compris tous les conduits du segment non bancaire, s'appuyaient sur des conventions de liquidités de perturbation généralisée des marchés, lesquelles étaient accessibles aux émetteurs uniquement dans le cas où l'incapacité d'émettre de nouveaux PCAA résultait d'une perturbation généralisée du marché canadien du PCAA, plutôt que de la détérioration de la solvabilité de l'émetteur et de ses actifs. Ainsi, cela laissait le marché canadien du PCAA davantage exposé au risque, et par conséquent, les investisseurs sont réticents à renouveler leurs effets à l'échéance.

Le marché canadien, y compris les investisseurs et l'agence de notation, a accepté les conventions de liquidités de perturbation généralisée des marchés. Cette décision, ce ne sont pas les autorités de réglementation qui l'ont prise. Le surintendant des institutions financières a déjà discuté de ce sujet avec vous.

•(1635)

[Traduction]

Le déclencheur principal de la perturbation mondiale a été la hausse du taux de défaillance des prêts hypothécaires à risque aux États-Unis. Cela a immédiatement touché les actifs structurés adossés à de tels prêts hypothécaires. Ce qui est clair maintenant c'est que, dans le marché américain en plein essor des prêts hypothécaires à risque, les initiateurs de prêts avaient élargi considérablement leurs normes de souscription d'emprunts, créant ainsi un bassin d'actifs douteux qui se sont insérés dans les produits financiers structurés du marché mondial par le biais du processus de titrisation.

Les inquiétudes des investisseurs se sont propagées au sein d'une grande variété de produits financiers complexes qui ont une exposition potentielle aux valeurs mobilières reliés à des prêts hypothécaires à risque, en raison de leur degré de complexité ainsi que d'un manque général de transparence. Ces actifs comprenaient également des valeurs structurées hautement cotées par les agences de notation. À titre d'exemple, le marché mondial du PCAA.

L'été dernier, face à l'évolution de cette toile de fond mondiale, les investisseurs canadiens ont commencé à remettre en question la valeur des actifs qui soutiennent le PCAA canadien. À la mi-août, nous avons assisté au gel du marché non bancaire: les investisseurs refusaient de renouveler leurs titres. Les banques nationales, et c'est tout en leur honneur, ont soutenu leurs propres programmes de PCAA; par contre, pour les PCAA non bancaires, la plupart des fournisseurs de liquidités n'ont pas fourni les fonds nécessaires. L'incapacité des structures d'émission non bancaires de répondre aux obligations des titres à l'échéance a fait craindre le spectre d'une vente au rabais des actifs et de pertes importantes en capital.

Le 16 août, un groupe représentant les principaux investisseurs dans les PCAA non bancaires ainsi que les principaux fournisseurs internationaux d'actifs bancaires ont convenu d'un moratoire en vertu de l'Accord de Montréal. Cet accord entre les intervenants du marché a instauré les principes de base d'une restructuration du marché des PCAA non bancaires en vue de protéger l'argent des investisseurs. Le processus de restructuration, dirigé par le comité pancanadien des investisseurs, sous la présidence de M. Purdy Crawford, constitue une initiative des marchés.

Depuis le début du moratoire, le ministère des Finances et la Banque du Canada ont favorisé une restructuration dirigée par les marchés, estimant qu'elle constitue un meilleur plan d'action pour les investisseurs, les autres participants et les marchés financiers qu'une vente au rabais des actifs. Nous ne sommes pas membres du comité des investisseurs. Toutefois, nous avons surveillé de près ce qui s'y faisait, grâce à notre observateur auprès du comité, tout en encourageant toutes les parties à en arriver à résolution réglée. Lors des principales étapes du processus de restructuration, le ministre des Finances a fait des déclarations soutenant cette démarche.

Le 5 juin, la Cour supérieure de justice de l'Ontario a approuvé le plan de restructuration du PCAA mis au point par le comité pancanadien des investisseurs. Il s'agit d'une étape décisive dans un processus qui a été long et ardu. Depuis le début du moratoire, en août dernier, le gouvernement du Canada a appuyé cette restructuration dirigée par les marchés, estimant que cette approche était plus bénéfique pour les investisseurs et pour la stabilité continue de l'ensemble du système financier canadien. On a tenu compte des intérêts des petits investisseurs dans le plan final. La réussite de cet accord soulève le voile d'incertitude qui assombrissait nos marchés financiers; il devrait aider à y restaurer une plus grande stabilité.

Alors que l'Accord de Montréal est un bon exemple d'une initiative du secteur privé, il est évident que, pour les participants du marché et les responsables politiques, on doit tirer des leçons aussi bien dans un contexte national qu'international. Le marché canadien procède déjà à des ajustements. Les investisseurs veulent, d'une part, plus de transparence et d'informations financières de la part des émetteurs, et d'autre part, renforcer leur propre processus de contrôle diligent. Depuis août dernier, tous les programmes non bancaires de PCAA ont adopté les concours de trésorerie de style international, et les promoteurs se sont engagés à garantir une plus grande transparence concernant les actifs sous-jacents à ces programmes. Les institutions financières renforcent également leurs politiques et leurs pratiques de gestion des risques.

Nombre des leçons apprises sont de nature mondiale et nécessitent une intervention coordonnée à l'échelle mondiale. En avril, les ministres et les gouverneurs des banques centrales des pays du G-7 ont appuyé un rapport rédigé par le Forum sur la stabilité financière qui formulait des recommandations détaillées pour cerner les lacunes qui ont contribué à la désorganisation des marchés mondiaux, et pour accroître la solidité des marchés et des institutions. Le ministre

des Finances a mentionné que le Canada s'est engagé formellement à mettre en oeuvre ces recommandations, lesquelles comprennent des échéanciers déterminés et des priorités précises.

Un bon nombre de ces recommandations s'appliquent au marché du PCAA: notamment, des recommandations concernant le besoin d'améliorer la transparence du processus de titrisation, les changements à apporter au rôle et à la qualité du processus de notation, et l'utilisation appropriée des cotes de crédit par les investisseurs et les autorités de réglementation.

Le FSF a fait un bon nombre d'autres recommandations pertinentes reliées à l'amélioration des processus de comptabilisation et d'évaluation des produits complexes et à la mise au point de normes plus contraignantes de divulgation des firmes financières. Le ministère des Finances, le Bureau du surintendant des institutions financières, la Banque du Canada, les organismes de réglementation des valeurs mobilières, les participants au marché et les agences de notation travaillent tous sur ces questions, comme le font les organismes internationaux de normalisation.

● (1640)

À titre d'exemple, il appartient aux organismes de réglementation des valeurs mobilières d'examiner les conditions selon lesquelles le papier commercial adossé à des titres structurés peut être vendu à des investisseurs canadiens. Les organismes de réglementation prudentielle, y compris les nôtres, doivent, pour leur part, évaluer les politiques et les pratiques appropriées en matière de traitement des capitaux et de gestion des risques concernant les titres structurés.

Le FSF a également demandé au pays d'examiner et de renforcer leurs cadres de réglementation financière. Au Canada, la priorité est un organisme de réglementation des valeurs mobilières commun avec un cadre de réglementation fondé davantage sur des principes.

Le ministre des Finances a annoncé en février 2008 l'établissement d'un groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières au Canada. Sous la présidence de l'honorable Tom Hockin, le groupe d'experts consulte actuellement un grand nombre de participants au marché, notamment des investisseurs et leurs groupes représentatifs. Le groupe d'experts présentera un rapport final au ministre des Finances et aux ministres provinciaux et territoriaux responsables de la réglementation des valeurs mobilières d'ici la fin 2008. Le ministre félicite votre comité de sa décision de tenir des audiences sur ces questions. Vous pourrez ainsi étudier à fond et de façon profitable plusieurs enjeux importants.

Voilà pour ces quelques mots d'introduction. Je me ferai donc un plaisir de répondre à vos questions.

Merci.

Le président: Merci.

Monsieur McCallum.

L'hon. John McCallum: Je pense qu'il y a une certaine confusion quant aux concours de trésorerie de style international par opposition aux concours de trésorerie pour désorganisation des marchés. Vous avez dit au début de votre intervention que le Canada était pratiquement le seul pays à avoir ces dispositions sur la perturbation généralisée des marchés. Puis vous avez indiqué que ce n'était pas une décision prise par les organismes de réglementation. J'imagine qu'il y avait à cela quatre raisons: 1) tous les intervenants souhaitaient qu'il en soit ainsi; 2) l'agence de notation est tombée d'accord, ce qui était peut-être unique en son genre; 3) cela plaisait aux investisseurs; et 4) le BSIF a donné son aval. Est-ce résumé honnêtement la situation?

M. Tiff Macklem: La surintendante a indiqué clairement le rôle du BSIF. Son rôle est de protéger les déposants et de voir quelles sont les exigences appropriées en fonds propres. Elle a passé la question en revue et tout cela fait l'objet d'un examen et d'une révision. Aux États-Unis, les investisseurs et les agences de notation exigeaient des dispositions sur des concours de trésorerie de style international. Tel n'était pas le cas au Canada.

L'hon. John McCallum: Mais le BSIF exige à présent des concours de trésorerie de style international. N'est-ce pas le cas?

M. Tiff Macklem: En fait, tous les intervenants sur le marché ont adopté les concours de trésorerie de style international. Comme l'a expliqué la surintendante, il y a des exigences différentes en matière de fonds propres pour le style international par opposition à la perturbation généralisée des marchés; et tout cela fait l'objet d'un examen. Elle a expliqué que les structures d'émission commanditées par les banques avec concours de trésorerie pour désorganisation générale du marché étaient intervenues et, au bénéfice des investisseurs, les banques ont appuyé leurs structures d'émission et fourni les liquidités. Elles l'ont fait malgré la séparation qui existait et l'absence d'obligations pour elles. Cela a amené la surintendante à mieux mesurer le risque pour la réputation et la forte probabilité que les banques interviennent de toute façon. Il importe que l'exigence de fonds propres en tienne compte.

L'hon. John McCallum: La mesure a été prise récemment. N'empêche que si le BSIF avait décidé plus tôt qu'il ne voulait pas de ces dispositions de perturbation généralisée du marché, vu qu'on était en droit de supposer que cela mettrait en risque la réputation des banques, il aurait pu prendre cette nouvelle disposition il y a déjà des mois. Nous aurions alors eu au Canada des concours de trésorerie de style international, plutôt que ces dispositions de perturbation généralisée des marchés faites au Canada.

• (1645)

M. Tiff Macklem: Comme l'a indiqué la surintendante, son travail est de protéger les déposants et d'estimer les exigences appropriées de fonds propres, qu'elle est en train de réviser.

L'hon. John McCallum: D'accord. Je crois que je commence à comprendre.

Une dernière question: n'y a-t-il pas eu, au fil du temps, une série de signaux d'alarme qui auraient dû mettre la puce à l'oreille de quelqu'un plus tôt? Le fait que le Canada est le seul pays à proposer ces dispositions de perturbation généralisée des marchés, le fait qu'une des agences avait accepté de donner une cote à cet investissement dans ces conditions, le fait qu'une des grosses banques au moins refusait de participer — n'était-ce pas là des faits plutôt inusités, qu'il aurait peut-être été bon de remarquer, afin d'intervenir plus tôt?

Je sais que c'est difficile et qu'il est toujours plus facile d'apporter un jugement après coup. N'empêche que selon moi, il s'agissait de signaux d'alarme relativement évidents qui s'étaient manifestés au fil du temps.

M. Tiff Macklem: Je vais vous parler du contexte mondial et ensuite revenir à cette question précise.

Il serait juste de dire, qu'il y a un an et demi, de nombreuses personnes croyaient que les écarts de risque étaient très bas. Ils semblaient trop bas et devaient être élargis. On savait qu'il était possible que cette transition ne se fasse pas sans heurts. Mais je crois que personne n'avait prévu les turbulences financières mondiales que nous traversons depuis 10 mois. Personne n'avait prévu le potentiel de contagion des prêts hypothécaires à risque à toute la vaste gamme

de produits complexes. Personne n'avait prévu les effets de contagion jusqu'aux marchés monétaires qui sont au coeur du système financier.

Cela nous a menés à réfléchir longuement sur ce qui doit être fait afin d'empêcher qu'une telle crise ne se reproduise, et nous y avons travaillé. En réalité, les cycles de crédit ne sont pas nouveaux. Ils ne disparaîtront pas. Donc, il faut être prêt à gérer de telles situations à l'avenir.

Quant à ce marché particulier, comme la surintendante l'a dit, il n'est pas nouveau. Il existe depuis quelque temps. Et il fonctionnait bien. Dans le milieu, on connaissait les problèmes liés aux liquidités du marché international ou général. Comme la surintendante l'a dit, il s'agissait surtout de très grands investisseurs et d'investisseurs hautement avertis qui investissaient dans ce marché. Il s'agissait de contrats émis dans le secteur privé entre des acteurs assez avertis, en général.

Quant au contrôle réglementaire, comme je l'ai mentionné, la réglementation des valeurs mobilières relève des commissions des valeurs mobilières provinciales. Comme il s'agissait d'instruments à court terme assortis d'une cote de crédit approuvée, ils ont été émis sur le marché non réglementé. Les commissions des valeurs mobilières provinciales examinent présentement l'étendue de ce marché non réglementé.

Le président: Merci beaucoup.

Nous allons passer à M. Crête.

[Français]

M. Paul Crête: Monsieur Macklem, je ne comprends peut-être pas bien. Vous me donnez l'impression que tout cela est le fruit du hasard et le résultat du marché, alors qu'on sait très bien que c'est une soif de profit facile sur les emprunts qui est en cause. Les banques sont tombées dans le panneau de l'appât du gain rapide et ont fait comme si elles n'avaient pas besoin d'examiner le contenu des conduits, car ce n'était pas leur responsabilité.

Les agences de cotation ont donné des titres. J'ai vu une situation épouvantable: une agence a donné une cote positive à un prêt de ce type sur trois jours, et en trois jours, la personne qui avait acheté l'actif sur acceptation de sa banque, a perdu 20 millions sur 25 millions de d'actifs.

L'examen de conscience actuel sur les impacts de la titrisation doit-il mener à un resserrement à plusieurs étapes du processus? Je ne parle pas de faire disparaître la possibilité d'investir de cette façon, mais de resserrer les mécanismes de contrôle de façon importante.

Reconnaissez-vous qu'il y a une crise qui résulte d'un laxisme à plusieurs niveaux?

• (1650)

M. Tiff Macklem: Les marchés financiers offrent plusieurs nouveaux produits. La titrisation est devenue plus importante pour les marchés financiers. Il est important de ne pas perdre tous les avantages de l'émulation en termes de diversification des risques et d'accès aux capitaux par les compagnies. Cependant, il y a des leçons importantes à tirer de cette expérience.

Au sujet des agences de notation, un nombre important de produits complexes n'ont pas produit les résultats escomptés, en raison de plusieurs facteurs. Quand ils ont examiné les prêts hypothécaires à risque et les hypothèques en général, ils ont pensé que la diversification minimiserait les risques, mais ils n'avaient pas anticipé une aussi grande diminution du prix des maisons aux États-Unis. Donc, la diversification n'a pas très bien fonctionné.

[Traduction]

Les cotes AAA ne sont pas toutes les mêmes; on s'est aperçu que le comportement d'un produit complexe AAA dans des situations difficiles était différent du comportement d'un produit AAA provenant d'une société simple. Le Forum sur la stabilité financière et l'OICV recommandent que les agences de notation des titres fassent la différence entre les cotes des produits structurés et des produits classiques afin que les investisseurs aient plus d'information sur les comportements qui peuvent différer même si les probabilités de défaillance sont les mêmes.

[Français]

M. Paul Crête: Avez-vous l'exemple d'un pays où ce type de contrôle des valeurs mobilières a été efficace pendant cette période et qui lui aurait évité de vivre la crise actuelle?

M. Tiff Macklem: Pourriez-vous donner plus de précisions?

M. Paul Crête: Parmi les pays développés, s'en trouve-t-il un qui s'en tire beaucoup mieux parce que son système a pu sonner l'alarme à temps ou qui a produit des résultats de façon à ne pas s'enfoncer dans ce marais? Les États-Unis, l'Angleterre, le Japon, les pays d'Europe ou d'autres pays ont-ils réussi à s'en tirer?

M. Tiff Macklem: Les autres pays font face à différents problèmes. Les États-Unis sont vraiment au centre du problème. Cela vient surtout du fait que les standards

[Traduction]

pour l'évaluation de crédit et la souscription des prêts hypothécaires est devenue négligente et cela s'est fait aux dépens d'une expansion soutenue et très longue. Les taux d'intérêt très bas ont exacerbé cette situation. On cherchait de meilleurs rendements. Les investisseurs cherchaient des produits, et les émetteurs étaient plus que prêts à leur en fournir.

C'est un exemple que je vous donne. Dans divers pays, je pense qu'il y a différents secteurs sur lesquels il faudra se concentrer...

[Français]

La situation du Canada a ceci d'unique qu'aucune commission commune ne régleme les valeurs mobilières.

•(1655)

M. Paul Crête: Les autres pays ont-ils une commission commune?

M. Tiff Macklem: Oui, tous les autres pays développés en ont une.

M. Paul Crête: Ils ne sont pas passés à côté de la crise.

M. Tiff Macklem: La situation est différente dans chaque pays. Aux États-Unis...

M. Paul Crête: Mais les autres pays vivent le même genre de problème, malgré l'existence d'une commission des valeurs commune.

M. Tiff Macklem: Il y a des turbulences financières partout. Le Canada est affecté, mais ça va assez bien, si on se compare aux autres pays. Nos banques sont bien capitalisées et les écarts dans le marché monétaire ne sont pas tellement grands.

M. Paul Crête: C'est aussi à cause de l'Accord de Montréal.

[Traduction]

Le président: Le temps est écoulé.

Nous allons passer à M. Wallace.

M. Mike Wallace (Burlington, PCC): Merci, monsieur le président.

Et merci d'être ici aujourd'hui.

Je commencerai avec la fin de votre exposé, et ma question est une suite de celle de M. Crête. Vous avez mentionné à deux reprises le besoin d'un organisme de réglementation des valeurs mobilières commun, et un groupe d'experts examine présentement cette recommandation. Est-ce que le papier commercial adossé à des actifs constitue une étude de cas pour eux? Est-ce le type de problème qu'ils examineront dans leurs recommandations, ou que font-ils de cette situation? Avez-vous une idée à ce sujet?

M. Tiff Macklem: Eh bien, j'ai discuté avec le groupe d'experts, mais je ne leur ai pas posé cette question. Je leur ai présenté certains de mes points de vue, mais ils ne m'ont pas communiqué les leurs. Ils y travaillent; ils mènent des consultations. Je m'attends à ce qu'ils entendent parler de ce sujet lors de leurs déplacements à travers le pays.

Cette situation illustre vraiment à quel point les marchés financiers sont mondialisés. Les événements ont été déclenchés par une augmentation accrue de défaut de paiement des prêts hypothécaires à risque aux États-Unis, et tous les marchés internationaux sont touchés. Alors je m'attends à ce qu'ils entendent parler de ce problème général et à ce qu'ils y répondent.

M. Mike Wallace: Peut-être que je m'arrête un peu trop à des détails, mais je m'intéresse aux mots que vous avez choisis, et les voici: « la priorité est un organisme de réglementation des valeurs mobilières commun avec un cadre de réglementation fondé davantage sur des principes ». êtes-vous en train de me dire, qu'ils ne sont pas fondés sur des principes? Et qu'espérez-vous accomplir si les experts recommandent qu'il y ait un seul organisme de réglementation?

M. Tiff Macklem: Il y a un débat assez vif dans le monde opposant ceux qui croient que les règlements devraient être fondés davantage sur des règlements, comme c'est le cas par exemple aux États-Unis, et ceux qui croient que la réglementation devrait être plutôt fondée sur des principes, comme la FSA, la Financial Services Authority du Royaume-Uni, le demande. Mais même avec un système fondé sur les principes, il faut quand même quelques règlements. Je ne voudrais donc pas établir une comparaison trop absolue.

Mais l'idée d'un système plutôt fondé sur des principes, c'est que dans un monde où les marchés évoluent rapidement et où la situation fluctue, il est plus difficile de constamment mettre à jour des règlements détaillés, alors que dans un système plutôt fondé sur les principes — par exemple, qui comprend des principes généraux sur la divulgation, plutôt que des règlements détaillés — force les intervenants du secteur à agir de manière responsable et à respecter certains principes.

M. Mike Wallace: Vous avez également parlé dans vos recommandations d'un plus grand besoin de transparence. Que voulez-vous dire? Est-ce plus de renseignements pour l'investisseur, que ce soit un investisseur averti ou une personne ordinaire? Nous avons reçu ici de ces gens ordinaires qui avaient investi toutes leurs économies dans ces instruments, suite aux conseils qu'ils avaient reçus et à la cote triple-A de ces instruments, des facteurs qui avaient grandement influencé leur décision.

Que voulez-vous dire par transparence? À quoi les investisseurs pourront-ils s'attendre?

• (1700)

M. Tiff Macklem: Je pense qu'il y a plus d'une dimension à cet aspect. Pour les produits, cela signifie que l'on connaît mieux ce qu'ils contiennent; la hiérarchie des responsables, si les choses tournent mal; et plus de renseignements sur la structure elle-même.

Quant aux agences de cotation des titres, par exemple, je pense qu'il faut une plus grande transparence à propos de la méthode de cotation. Les émetteurs eux-mêmes doivent fournir plus de renseignements pour que les agences ne dépendent pas seulement des renseignements qu'elles ont, mais que tous aient accès aux mêmes renseignements. Je pense que les agences de cotation doivent faire preuve d'une plus grande responsabilité quant aux renseignements qu'elles obtiennent et doivent faire preuve de la diligence requise.

En principe, si tout est clair, les gens peuvent prendre des décisions plus éclairées, et cela encourage une meilleure conception des produits.

M. Mike Wallace: Lorsque vous parlez de gens qui prennent de meilleures décisions, espérons-nous qu'il y ait une structure qu'un investisseur moyen puisse comprendre, ou est-ce que le public cible sera toujours les grandes sociétés spécialisées — les régimes de retraite — ou tout autre acheteur du produit disponible à ce moment-là? Pensons-nous à en réduire l'échelle pour que mes parents puissent l'acheter et comprendre ce dont il s'agit? Je n'ai pas d'argent, donc ce serait mes parents qui l'achèteraient.

M. Tiff Macklem: Nous avons parlé des organismes de crédit et de leurs responsabilités. Je crois qu'une leçon importante à tirer de cette discussion est que les investisseurs doivent faire preuve de diligence raisonnable. Les cotes sont un outil très utile, mais elles ne sont qu'un outil. On ne devrait sans doute pas acheter de titres si la cote est la seule mesure dont on dispose.

M. Mike Wallace: Je comprends.

Merci.

Le président: Merci beaucoup.

Il y a deux autres intervenants. Je donne la parole à M. Pacetti, puis à M. Laforest.

M. Massimo Pacetti (Saint-Léonard—Saint-Michel, Lib.): Merci, monsieur le président.

Pour ces cas que nous devons étudier pour voir ce qui a mal tourné, nous ne pouvons pas nécessairement étudier le passé; nous devons aussi considérer l'avenir et voir comment on peut corriger la situation. Mais pour trouver une solution, il faut blâmer quelqu'un — je ne sais pas si je veux vraiment employer ce terme « blâmer ».

Je comprends que c'est complexe. Je ne veux pas trop simplifier les choses, mais nous tournons en rond. Le BSIF nous dit qu'il est là pour protéger les déposants. Vous venez de dire que les investisseurs devraient faire preuve de plus de discernement et mieux comprendre. Mais les investisseurs ont des conseillers, lesquels ont donné de mauvais conseils. Les conseillers dépendent des organismes de crédit, et ceux-ci n'ont pas fait leur travail.

Puis, tout à coup, les investisseurs voulaient un rendement supérieur. Et donc les banques, ou quiconque a regroupé ces produits, se sont arrangés pour que les rendements augmentent. Un marché a été satisfait et des gens ont voulu acheter. Voilà les forces qui étaient en jeu. Je ne crois pas que nous puissions changer cela.

Ce n'est pas une question qui concerne un organisme de réglementation des valeurs mobilières, car un tel organisme étudiera ce qui s'est passé avant. Il n'existe pas de mécanisme pour empêcher que cela se reproduise, car il faut le prévenir avant que cela se produise.

En bout de ligne, je ne sais même pas si quelqu'un viendra dire qu'ils vont régler la question, car cela ne semble être le travail de personne. Les organismes de réglementation des valeurs mobilières étudieront ce qui les concerne. Le BSIF étudiera les questions qui le concerne. Vous étudierez les questions qui vous concernent. M. Purdy Crawford n'est là que pour s'assurer que les investisseurs reçoivent leur argent — et cela est une entente distincte pour ce qui s'est produit dans le passé. J'ai l'impression que l'on tourne en rond.

La réponse que l'on nous donne semble toujours être qu'il s'agit d'une question très compliquée. Mais des gens ont participé à l'élaboration de ces produits et à l'investissement. On peut voir que les petits investisseurs reçoivent sans doute une protection, alors que certains investisseurs plus avertis, comme TransAd, qui avaient des gens aptes à analyser ces produits, ne l'ont pas fait. Jean Coutu et plusieurs autres entreprises au Canada ont investi dans ces produits. Je ne sais pas s'ils feront l'objet d'une protection. Ils avaient la capacité d'étudier cela avant. Ils dépendaient de quelqu'un, et cette personne dépendait de quelqu'un d'autre.

Y a-t-il une solution? Peut-on faire quelque chose? Est-ce que quelqu'un peut faire quelque chose?

• (1705)

M. Tiff Macklem: Des audiences comme celle-ci sont très utiles, et j'en apprécie la tenue.

Sur la question plus générale, quelques points supplémentaires restent à régler. Comme l'a indiqué le surintendant, l'OCRCVM étudie le comportement des organismes qui ont vendu ces produits. Les commissions des valeurs mobilières sont en train d'étudier l'ampleur du marché non réglementé. De notre point de vue, nous avons été très actifs. J'ai parlé du rapport du FSF. Nous avons aussi pris différentes mesures. Par exemple, dans le projet de loi budgétaire...

M. Massimo Pacetti: Désolé de vous interrompre, mais ces mesures seront-elles reliées les unes avec les autres, ou s'appliqueront-elles encore en vase clos? Faudrait-il procéder à un regroupement, ou devrait-on confier à quelqu'un des responsabilités ou des règles plus impératives?

Je n'aime pas établir de comparaisons avec d'autres pays. Je ne me préoccupe pas de ce qui se passe ailleurs dans le monde. C'est très bien de jeter la pierre à quelqu'un d'autre, mais le Canada a ses propres affaires à gérer.

M. Tiff Macklem: Nous devons réfléchir à ce qui a mal tourné et trouver des façons d'empêcher que cela se reproduise. Et je pense que cette réflexion se fait.

M. Massimo Pacetti: Le ministère des Finances va-t-il essayer de regrouper cela?

M. Tiff Macklem: Nous avons un rôle d'intendance plus large. Nous traitons avec le BSIF et la Banque du Canada, et nous avons des contacts avec les commissions des valeurs mobilières.

M. Massimo Pacetti: Les gens ont-ils peur de regrouper tout cela car ça voudra dire qu'ils en deviendront responsables à l'avenir?

M. Tiff Macklem: Nous allons de l'avant, je crois.

Le président: J'imagine que c'est ce que nous verrons.

M. Laforest a la parole.

[Français]

M. Jean-Yves Laforest: Monsieur le président, le collègue qui m'a précédé a dit qu'il fallait moins se préoccuper de ce qui s'est passé dans d'autres pays que de ce qu'on doit faire ici. Je partage plus ou moins son opinion.

[Traduction]

Le président: Il y a un peu trop de bruit.

Allez-y.

[Français]

M. Jean-Yves Laforest: Je ne partage pas tout à fait l'opinion de mon prédécesseur, qui disait qu'il ne fallait pas nécessairement considérer ce qui s'est passé ailleurs et se concentrer plutôt sur ce qui se passe ou sur ce qui s'est passé ici. Je pense que c'est un phénomène mondial.

M. Crête vous a demandé si la situation était meilleure dans d'autres pays. Au fond, même si certains pays ont des commissions communes de valeurs mobilières, ça n'a pas empêché la crise d'y sévir.

Ce qui a fait la différence ici, c'est que l'Accord de Montréal a permis assez rapidement de stabiliser la situation et de voir ce qu'on peut faire maintenant. Le fait qu'on n'ait pas de commission de valeurs mobilières unique n'a pas empêché de le faire. Il est important de bien le préciser.

Cela dit, je m'interroge sur le rôle de la Banque du Canada. Dispose-t-elle des instruments nécessaires pour prévenir une telle situation? A-t-elle les instruments pour soutenir, entre autres, l'Accord de Montréal?

M. Tiff Macklem: Il faudrait peut-être poser cette question à la Banque du Canada.

Le rôle de la Banque du Canada sur les marchés financiers est d'établir la politique monétaire. Elle a la responsabilité de maintenir le bon fonctionnement du marché des liquidités à court terme. C'est de cette façon qu'elle met en oeuvre sa politique monétaire. C'est quelque chose qu'elle s'est engagée à faire depuis le début de cette crise.

• (1710)

[Traduction]

On a injecté plus de liquidités dans le marché, et prolongé la durée pendant laquelle on peut le faire. La notion de garantie a été élargie. Dans le cadre du projet de loi budgétaire, les lois régissant la Banque du Canada ont été élargies pour lui permettre de prendre des types plus vastes de garantie.

[Français]

La Banque du Canada a pour mandat d'assurer la sécurité du système, mais elle n'est pas responsable des actes de quelques particuliers ou entreprises.

M. Jean-Yves Laforest: Merci.

[Traduction]

Le président: Merci beaucoup.

Monsieur McKay.

L'hon. John McKay: Merci.

On ne permet pas qu'un médicament soit mis en marché à moins que le ministère de la Santé l'ait approuvé, et l'on permet pourtant

qu'une valeur mobilière soit mise en marché en faisant confiance à une cote produite par une entreprise qui tire ses revenus des émetteurs de cette même valeur mobilière.

Ne trouvez-vous pas qu'il s'agit d'une faille très sérieuse dans le système?

M. Tiff Macklem: Votre question me laisse croire que vous pensez qu'il y a des conflits d'intérêt et que ce n'est peut-être pas approprié.

Pour ce qui est des agences de notation, une des leçons que nous avons tirées de cette crise mondiale, comme l'indiquent le rapport du FSF et le code de conduite de l'OICV pour les agences de notation, publié le 28 mai, est qu'il faut régler les questions touchant les conflits potentiels. Le problème touche les agences de notation qui conseillent des entreprises sur un produit tout en établissant la cote sur ce même produit. Des règles ont été adoptées pour interdire d'être celui qui conseille et celui qui établit la cote.

Il existe un débat plus large à propos des conflits dans les agences de notation; par exemple, qui devrait payer les cotes de crédit, les émetteurs ou les investisseurs. Il est difficile de trancher, car il y a des problèmes des deux côtés. Si ce sont les investisseurs qui paient, par exemple, ils ne seraient pas très heureux de voir la cote abaissée. Comme pour n'importe quel rôle de surveillance, lorsqu'il y a des paiements, il y a des problèmes, et la clé est de savoir les gérer.

L'hon. John McKay: Y a-t-il un rôle pour le ministère des Finances dans son rôle d'intendance du cadre budgétaire et, dans une moindre mesure, du cadre monétaire? Y a-t-il un rôle pour le ministère des Finances, peut-être pas à l'interne, mais au moins de jouer un rôle de supervision pour établir des normes d'éthique et des normes de réglementation sur la façon d'établir la cote d'une valeur mobilière?

M. Tiff Macklem: Comme vous le savez, le ministère des Finances n'est pas un organisme de réglementation. Je dois vous dire, je ne crois pas que faire du ministère un organisme de réglementation soit la solution. Ce que nous devons faire, c'est nous assurer que les organismes qui existent déjà...

L'hon. John McKay: Mais le ministère a une responsabilité de supervision pour le BSIF et d'autres organismes. Il ne le fait pas lui-même, mais...

M. Tiff Macklem: Nous avons des responsabilités d'intendance au sens large et de surveillance, tout à fait.

Pour ce qui est des agences de cotation, je peux vous dire que nous avons été en discussion avec elles. Nous les avons rencontrées. Nous avons discuté de ces questions avec elles. Nous avons discuté de la façon dont elles répondent à la situation et la façon dont elles prévoient répondre au rapport du FSF et au code de conduite de l'OICV. Nous les avons interpellées sur ces questions.

Quant aux agences de cotation elles-mêmes, cette question relèverait davantage des commissions provinciales de valeurs mobilières.

• (1715)

L'hon. John McKay: Il me semble que lorsque vous avez...

Le président: Je vais vous expliquer ce que je vais faire.

Je vais vous laisser poser une autre question brève. Ensuite nous allons passer à un parti qui pourra poser deux questions brèves, de deux minutes maximum, et ensuite nous allons passer à un autre parti pendant deux minutes. Puis il y aura une séance à huis clos de dix minutes à la fin.

Allez-y.

L'hon. John McKay: Il me semble que les victimes de cette crise sont en gros les investisseurs les plus avertis de notre pays. Regardons la liste: Barrick Gold, la University of Western Ontario, 401 International, Transat A.T. Inc. et NextStart. C'est une liste des plus grands au Canada, et ils ont été victimes de ce produit.

Et pourtant, au début des travaux sur l'accord de Montréal, il était curieux de voir que les grandes banques, surtout les grandes banques de Toronto, ne faisaient pas partie de la liste. Peut-être qu'elles suivaient ou surveillaient les travaux, mais elles n'y participaient pas. La majorité des signataires étaient des banques étrangères. C'est un rôle d'arrangement.

Cela a abouti à une anomalie, car dans la proposition initiale on balayait en gros du revers de la main les petits investisseurs. Mais grâce à la chance et non pas à une bonne gestion, les plus petits investisseurs avaient droit à un vote, et ils étaient beaucoup plus nombreux que les gros investisseurs. Vous avez donc dû revoir la proposition initiale de M. Crawford.

On a dit que le marché avait fait son travail, mais ce fût plutôt accidentel qu'intentionnel. Si les votes avaient été proportionnels à la taille de l'investissement, les petits investisseurs n'auraient pas eu de chance.

Le président: Je vais vous permettre de répondre brièvement, et ensuite nous allons passer au suivant.

M. Tiff Macklem: Je pense que toutes les parties avaient un vif intérêt à en arriver à un accord pour ne pas forcer une vente au rabais de leurs actifs. Cela a forcé les gens à continuer à négocier même lorsque c'était difficile, afin d'en arriver à une solution dont personne n'est heureux, mais qui est meilleure que les autres options, et je pense qu'en gros c'est une bonne solution.

Le président: Merci.

Monsieur Menzies.

M. Ted Menzies: Merci monsieur le président.

Monsieur Macklem, je sais que vous ne pourrez peut-être pas répondre à cette question, mais certains petits investisseurs — je n'aime pas ce terme, mais certains des investisseurs privés — nous ont dit des choses très inquiétantes, et certains d'entre eux ne savaient pas qu'ils possédaient de ces instruments. Ce n'est pas qu'ils les avaient achetés, ils ne savaient pas qu'ils en étaient propriétaires. Voilà les commentaires les plus inquiétants que nous avons entendus. Je sais que vous ne pouvez rien changer à cette situation, mais voilà le genre de choses que nous ne voulons pas voir se reproduire.

Ce n'est pas la première fois. Un de nos autres témoins, Larry Elford, a parlé d'autres circonstances où les conseillers financiers ne se voient imposer aucune contrainte. Ils pourraient promettre la lune même s'ils savent pertinemment qu'ils ne peuvent livrer la marchandise.

Que faut-il faire? Vous dites à la fin de votre exposé « Vous pourrez ainsi étudier à fond et de façon profitable plusieurs enjeux importants. » Que voulez-vous dire? Que pouvons-nous faire pour que les Canadiens n'e soient plus jamais victimes d'une telle situation?

M. Tiff Macklem: Je répondrai à votre question en deux volets: que pouvons-nous faire pour protéger les investisseurs, et ensuite, que peut faire votre comité?

Évidemment, le gouvernement fédéral s'intéresse essentiellement à protéger les investisseurs. Pour en revenir au groupe d'experts Hockin, un aspect important de leur mandat sera d'étudier la question

de la protection de investisseurs, et surtout l'amélioration de la mise en application de la réglementation des valeurs mobilières au pays.

Nous pouvons également essayer d'améliorer les connaissances financières de base. Dans le dernier budget, le gouvernement a prévu des fonds pour l'Agence de la consommation en matière financière du Canada. La Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique a créé un très bon cours sur les connaissances financières pour les étudiants du secondaire, et l'idée c'était que l'ACFC crée un produit web pour aider les Canadiens à améliorer leurs connaissances de base en matière de finances.

Voilà deux exemples: améliorer les connaissances de la population, et améliorer l'application des règlements afin que les gens qui ne respectent pas les normes soient poursuivis.

• (1720)

Le président: Merci.

Il reste deux petites minutes pour Martha Hall Findlay.

Mme Martha Hall Findlay: Merci.

Dans votre mémoire, vous faites référence à:

Jusqu'en août dernier, le marché canadien comportait une caractéristique unique, car la plupart des PCAA ..., s'appuyaient sur des conventions de liquidités de « perturbation généralisée des marchés »... plutôt que de la détérioration de la solvabilité de l'émetteur et de ses actifs. Ainsi, cela laissait le marché canadien du PCAA davantage exposé au risque et par conséquent les investisseurs sont réticents à renouveler leur effet à l'échéance.

Nous comprenons tous cela. La surintendante plus tôt n'a pas répondu complètement à ma question parce qu'il s'agit là bien sûr d'une caractéristique unique du marché canadien. On l'avait reconnu avant le mois d'août ou peut-être aurions-nous dû le reconnaître avant août, et de dire que le BSIF est seulement responsable de protéger les dépôts n'explique pas pourquoi c'est le BSIF qui a recommandé que l'exigence de fonds propres des lignes de liquidités de perturbation généralisée des marchés soit éliminée. Si c'est le BSIF qui a recommandé après le mois d'août de passer à des lignes de liquidités de facture mondiale, pourquoi ne pouvons-nous pas penser à tout le moins que le BSIF était en partie responsable de comprendre ou corriger les risques associés à la situation unique du marché canadien?

M. Tiff Macklem: Je pensais avoir répondu à cette question.

Vraiment, tout ce que je peux vous dire c'est que ce qui est devenu évident lors de ce processus, comme la surintendante l'a expliqué, c'est parce que les banques s'étaient seulement engagées envers les lignes de liquidités de perturbation généralisée et que les conduits sont des entités juridiques distincts, elles ont décidé de les garantir, probablement pour protéger leur réputation et dans l'intérêt de leurs investisseurs.

Cela ne s'était pas produit auparavant. Lorsque cela s'est produit, la surintendante a compris que même si les banques n'avaient pas l'obligation légale de le faire, elles ont choisi de le faire, ce qui suggère qu'à l'avenir elles le feraient encore, et donc la différence liée à l'exigence de fonds propres devrait être modifiée.

Le président: Merci beaucoup.

Merci, monsieur Macklem, de votre témoignage. Ce ne sera sûrement pas le dernier que nous entendrons à propos du papier commercial adossé à des actifs, j'en suis certain, mais nous vous sommes reconnaissants de nous avoir fait part de vos observations et d'avoir répondu à nos questions.

Ceci dit, nous allons suspendre la séance pendant un instant alors que nous passons au huis clos.

[La séance se poursuit à huis clos.]

Publié en conformité de l'autorité du Président de la Chambre des communes

Published under the authority of the Speaker of the House of Commons

**Aussi disponible sur le site Web du Parlement du Canada à l'adresse suivante :
Also available on the Parliament of Canada Web Site at the following address:
<http://www.parl.gc.ca>**

Le Président de la Chambre des communes accorde, par la présente, l'autorisation de reproduire la totalité ou une partie de ce document à des fins éducatives et à des fins d'étude privée, de recherche, de critique, de compte rendu ou en vue d'en préparer un résumé de journal. Toute reproduction de ce document à des fins commerciales ou autres nécessite l'obtention au préalable d'une autorisation écrite du Président.

The Speaker of the House hereby grants permission to reproduce this document, in whole or in part, for use in schools and for other purposes such as private study, research, criticism, review or newspaper summary. Any commercial or other use or reproduction of this publication requires the express prior written authorization of the Speaker of the House of Commons.