
Financiarisation de la gestion et concentration des risques : une étude de cas d'un gestionnaire de fonds public

Financialization of Risk Management and Concentration: A Case Study of a Public Fund Manager

Frédéric Hanin et Lilia Rekik



Édition électronique

URL : <https://journals.openedition.org/interventionseconomiques/1464>

DOI : [10.4000/interventionseconomiques.1464](https://doi.org/10.4000/interventionseconomiques.1464)

ISBN : 1710-7377

ISSN : 1710-7377

Éditeur

Association d'Économie Politique

Référence électronique

Frédéric Hanin et Lilia Rekik, « Financiarisation de la gestion et concentration des risques : une étude de cas d'un gestionnaire de fonds public », *Revue Interventions économiques* [En ligne], 45 | 2012, mis en ligne le 01 mai 2012, consulté le 24 mars 2023. URL : <http://journals.openedition.org/interventionseconomiques/1464> ; DOI : <https://doi.org/10.4000/interventionseconomiques.1464>

Ce document a été généré automatiquement le 24 mars 2023.



Creative Commons - Attribution 4.0 International - CC BY 4.0

<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>

Financiarisation de la gestion et concentration des risques : une étude de cas d'un gestionnaire de fonds public

Financialization of Risk Management and Concentration: A Case Study of a Public Fund Manager

Frédéric Hanin et Lilia Rekik

Introduction

- 1 La crise financière de 2008 a été interprétée comme une crise de la liquidité financière liée à l'utilisation des produits dérivés par les investisseurs institutionnels et non pas comme une crise de rentabilité économique (Orhangazi, 2008 ; Orléan, 2009)¹. Elle a été portée par les investisseurs institutionnels, des sociétés financières aux multiples activités interconnectées entre elles et dont la structure de gestion des fonds permet une large diversification des investissements mais également l'utilisation de produits dérivés de plus en plus complexes. Dans ce contexte, la gouvernance de ces conglomérats financiers est devenue une question centrale dans ce secteur (Blanchard, 2008 ; Goodhart, 2008 ; Arner et Norton, 2009). Au Québec, la crise financière a surtout été présentée à travers le débat sur les causes de la mauvaise gestion de la Caisse de Dépôt et Placement du Québec (CDP par la suite) avant et pendant la crise financière de 2008.
- 2 La question de recherche est celle de savoir quelles ont été les transformations de la gestion de la CDP qui peuvent expliquer une telle concentration des risques pour l'ensemble de l'organisation sans que les outils de gouvernance n'aient été efficaces pour anticiper, mesurer et contrôler la prise de risques de la part des gestionnaires.

- 3 La concentration des risques pour les organisations comme la CDP qui sont des conglomérats financiers a été définie lors de travaux du comité de Bâle à la fin des années 1990.

« La concentration des risques fait référence à l'exposition financière qui peut potentiellement menacer la survie d'une institution financière ou encore sa capacité à poursuivre ses activités centrales. (...) Les pertes peuvent avoir pour origine une exposition trop importante au risque lorsque l'on fait la somme des risques des différents secteurs d'activité au sein du conglomérat ou par des formes plus complexes de concentration des risques liés à des corrélations ou des interactions entre les sources de risque. » (Comité de Bâle, 1999, p. 2 et p. 7).
- 4 Les autorités de régulation des transactions financières recommandaient que la concentration des risques soit considérée comme faisant partie intégrante de la gestion des risques de la part des institutions financières elles-mêmes, à l'aide d'un système adéquat de mesure, de suivi et de gestion de la concentration des risques (Comité de Bâle, 1999, p. 4 ; Gruson, 2004).
- 5 L'explication de la concentration des risques présentée ici vient de l'utilisation des produits dérivés dans le contexte d'une gestion des fonds axée sur l'augmentation des taux de rendement attendus. Dans ce contexte, la croissance de l'organisation s'accompagne d'une diffusion des produits dérivés qui sont utilisés pour prendre des positions spéculatives. Le bénéfice attendu de la diversification peut ainsi se transformer en une formidable concentration des risques de pertes par des relations en chaînes sur les marchés financiers. La recherche permet d'éclairer les spécificités d'une telle forme de gestion interne ainsi que les difficultés, pour les autorités publiques, de connaître *a posteriori* les sources de concentration des risques en l'absence de mesures législatives ou règlementaires afin d'encadrer les activités financières des investisseurs institutionnels.
- 6 La méthodologie qui a été utilisée dans cette recherche repose sur une étude de cas d'un des plus importants gestionnaires de la dette sociale en Amérique du Nord. La Caisse de Dépôt et de Placement du Québec est en effet le plus important gestionnaire d'actifs au Canada et le septième gestionnaire public de fonds de pension dans le monde. Ce cas a pu être analysé grâce : aux rapports annuels qui présentent une comptabilité des résultats très développée ; à une législation spécifique qui encadre les pratiques de gestion et détermine les activités qui sont admissibles ainsi que les principales contraintes de diversification des fonds ; et à une commission parlementaire de l'Assemblée nationale du Québec qui a entendu pendant plusieurs jours les principaux dirigeants et parties prenantes de la gestion de l'organisation.
- 7 La section 1 présente la financiarisation du modèle de gestion de la CDP pour analyser le contexte de l'utilisation des produits dérivés. La section 2 présente l'état des connaissances sur la crise financière de 2008 à la CDP ainsi que la diffusion des produits dérivés. La section 3 analyse les dispositifs de gouvernance face à la concentration des risques.

La financiarisation du modèle de gestion de la CDP

- 8 Les résultats de la CDP en 2008 s'expliquent par la crise financière mondiale déclenchée à l'automne 2008 mais également par des difficultés liées aux transformations du modèle de gestion qui ont débutées en 2003 afin d'obtenir un taux de rendement à long

terme de sept pour cent, soit 1 pour cent de plus que les indices de référence. La financiarisation du modèle de gestion repose à la fois sur la transformation de la gouvernance et surtout sur l'utilisation de produits financiers dérivés par la Caisse dans une proportion bien supérieure aux besoins de couverture contre les risques de marché.

Un gestionnaire de fonds public avec un double mandat

- 9 L'originalité de la Caisse dans le secteur financier canadien vient de son statut public et de sa politique de gestion des actifs.
- 10 De par ses activités, la Caisse est une société de fiducie dans la mesure où les différents déposants bénéficient d'une structure collective de placement. Les dépôts de la Caisse sont en plus captifs du fait que les organismes publics déposants ne peuvent s'adresser à un autre gestionnaire d'actif. Le caractère public de cette institution financière s'incarne également à travers deux caractéristiques : un double mandat et un conseil d'administration particulier.
- 11 Lors du discours présentant le projet de loi de la Caisse en 1965, Jean Lesage, alors premier ministre du Québec, fixe la mission de cette nouvelle institution. La Caisse doit « protéger les sommes accumulées contre l'érosion de la hausse des prix », ce qui se traduit par la possibilité d'investir dans la détention de titres à rendement variable et doit utiliser l'épargne destinée à financer les retraites dans un but économique et social (Lesage, 1965, cité dans Pelletier, 1988 : 292). Sur la base du discours de J. Lesage, on peut légitimement penser que l'objectif de rentabilité des actifs n'est pas une question centrale lors de la création de l'organisme. Le rendement des actifs joue un rôle secondaire et sert surtout à l'époque à asseoir la crédibilité de l'institution dans le secteur financier dans la mesure où il est un signal de compétences, et à maintenir la valeur nominale des actifs. Comme le souligne l'un des créateurs de la Caisse, son double mandat est un serpent de mer². Il est à la fois présent dans toutes les décisions de gestion de portefeuille, tout en étant rarement mis en avant officiellement par les dirigeants de la Caisse.
- 12 Lors de sa création, le conseil d'administration de la Caisse incluait des acteurs sociaux (syndicats, organisations gouvernementales, associations) dans la mesure où ces derniers participent au développement économique et social du Québec. Pour les concepteurs de l'institution, son conseil d'administration doit servir de lieu de rencontre pour confronter différents points de vue. « De cette façon, le conseil d'administration devrait refléter les tendances les plus essentielles de l'économie du Québec » (Lesage, 1965, cité dans Pelletier, 1988 : 295)³.
- 13 Du côté des placements, la Caisse intervient dans de nombreux domaines d'activités. Depuis sa création, elle a eu un rôle important pour soutenir la liquidité des obligations émises par le gouvernement du Québec, alors que cette activité est généralement dévolue aux banques centrales. De part sa politique de placement, la Caisse a aussi eu une fonction de banque d'investissement car elle intervient dans le domaine de l'immobilier (21,6 % des actifs en 2008) ou dans le domaine des placements privés non boursiers pour lesquels elle est le premier investisseur au Canada (8,3 % des actifs en 2008). Elle pratique donc une gestion diversifiée des placements dans une perspective de long terme avec un encadrement social important.

La mise en place de la gouvernance financière

- 14 La réforme législative de la CDP votée par l'assemblée nationale du Québec en 2004 a autorisé la mise en œuvre du nouveau modèle de gestion proposé par son président. Trois modifications vont être adoptées par l'Assemblée nationale du Québec : une redéfinition du double mandat, un changement du mode de nomination des membres du conseil d'administration et une modification des règles concernant les placements. Cette réforme est portée aussi bien par le président de la CDP que par le gouvernement⁴.
- 15 L'inscription formelle du double mandat de l'institution dans la loi n'avait pas été faite, mais le gouvernement propose en 2004 un projet de loi qui contient une modification à la loi de 1965 pour définir légalement les objectifs de la Caisse. La modification se présente comme suit :

« La caisse a pour mission de recevoir des sommes en dépôt conformément à la loi et de les gérer en recherchant le rendement optimal du capital des déposants dans le respect de leur politique de placement tout en contribuant au développement économique du Québec » (article 4.1, Loi sur la CDP, 2010).
- 16 La Caisse a elle-même participé à la définition légale de son mandat à travers la production d'un document de travail sur la gouvernance de l'institution. Dans ce document, une autre définition du mandat de l'institution est proposée :

« La mission de la Caisse est de gérer les avoirs collectifs de ses déposants en recherchant le rendement de leur capital dans le respect de leur politique de placement. Poursuivant cet objectif, la Caisse contribue au développement économique du Québec » (CDP, 2003, p. 6).
- 17 La définition du double mandat de la CDP permet de substituer le rendement financier au développement industriel en permettant aux gestionnaires d'optimiser la gestion financière des différents portefeuilles. Le président de la CDP affirme ainsi qu'« on ne le dira jamais assez : la première façon pour la Caisse de contribuer au développement économique du Québec, c'est de rechercher et d'obtenir le meilleur rendement possible sur ses placements, sous contrainte d'un niveau de risque acceptable pour les régimes des déposants » (Rousseau, 2005, p. 3).
- 18 La réforme de 2004 transforme également le rôle du conseil d'administration qui devient un organe de contrôle des procédures internes et des politiques d'investissement⁵. Dans le domaine des instances de régulation, la réforme législative se traduit ainsi par un affaiblissement de la place des acteurs collectifs dans la régulation de l'institution à travers un changement des règles d'attribution des sièges au sein du conseil d'administration pour favoriser la présence d'administrateurs « indépendants ». Ces acteurs ont été cantonnés à un rôle de fiduciaire à travers la participation à des comités de gestion des régimes de retraite dont la CDP est le mandataire⁶. Ce processus remet en cause deux principes suivis jusqu'alors : développer la formation interne pour ensuite encourager la mobilité dans les autres organisations au Québec et assurer l'autonomie de l'institution vis-à-vis du reste du secteur financier.
- 19 La troisième réforme concerne l'univers des placements autorisés qui peuvent être transigés par la Caisse. Cette dernière est autorisée à utiliser les produits financiers (dérivés) pour assurer la couverture des placements contre les variations des taux de change et de taux d'intérêt, ou encore la volatilité des cours boursiers ; pour appliquer les stratégies de placement des déposants ; pour mettre en œuvre des stratégies de

rendement à court terme décidées par les dirigeants de la Caisse ; pour l'optimisation du rendement de la Caisse. Ces modifications législatives font suite à d'autres modifications réalisées au milieu des années 1990 pour permettre à la Caisse de transiger et d'émettre des produits structurés comme le papier commercial adossé à des actifs et d'augmenter la part des produits échangés sur les marchés boursiers de 40 % à 70 % de l'actif total⁷. En contrepartie de la libéralisation de l'utilisation des produits dérivés, le conseil d'administration de la Caisse doit déterminer des limites de risque pour les gestionnaires.

- 20 La réforme de 2004 met ainsi en place une gouvernance financière de la gestion des fonds à la CDP dès lors que l'expertise financière prend le dessus sur l'expertise industrielle, que les déposants sont considérés avant tout comme des clients et non plus comme des déposants de fonds publics et que les gestionnaires sont autorisés à utiliser plus largement les produits dérivés.

La crise de 2007-2008 : un révélateur de la concentration des risques

- 21 La crise financière qui a touché la CDP à partir du mois d'août 2007 avec la perte de liquidité du marché du papier commercial adossé à des actifs (Chant, 2009) a révélé une sensibilité sans précédent de l'institution aux fluctuations du marché, alors même que dans le passé, la stratégie de gestion pendant les crises avait consisté à utiliser les liquidités disponibles pour acheter des titres qui devenaient sous-évalués avec la crise. Malgré les auditions de la plupart des acteurs lors de la commission permanente des finances publiques de l'assemblée nationale du Québec, il demeure que les sources de la crise ne sont toujours pas identifiées et que la commission n'a pas eu accès à des documents internes de la CDP.

La crise financière et la contre-performance de la Caisse

- 22 La crise financière à la Caisse s'est manifestée d'abord au travers de la crise du papier commercial adossé à des actifs qui a débuté en août 2007. Elle s'est ensuite transformée, à l'automne 2008, en crise de liquidités suite à des activités d'arbitrage sur le marché des changes. Pour la seule année de 2008, le montant des pertes s'élève à 39,8 milliards de dollars et le rendement étant négatif de 25 % (CDP, 2009, p. 5).
- 23 Les résultats comptables à la suite de la crise financière de 2008 sont présentés dans les trois tableaux suivants.

Tableau 1 : Les résultats de la Caisse en 2008

Résultats des placements nets (31 décembre 2008, milliards de dollars)	(39,8) [100 %]
Revenus de placements nets	5,8 [14,7 %]

Excédents des dépôts des déposants sur les retraits	4,5 [11,4 %]
Gains (pertes) à la vente de placements	(23,2) [58,3 %]
Gains (pertes) non matérialisées	(22,4) [56,3 %]

Source : CDP, rapport annuel, 2008, p. 3

- 24 Le tableau 1 présente les sources de gains et de pertes suite à la crise financière. Du côté des pertes, il faut bien distinguer les pertes qui sont la conséquence de la vente de placements (23,2 milliards, soit 58,3 % du résultat net) et les pertes non matérialisées (22,4 milliards, soit 56,3 % du résultat net), qui sont liées à l'évaluation à la valeur de marché des placements qui n'ont pas encore été vendus. Ce qui est surprenant dans le cas d'un acteur comme la CDP, c'est que ce type d'institution dispose généralement de liquidités suffisantes pour éviter de vendre des actifs en période de crise. La perte de 23,2 milliards de dollars montre que les gestionnaires ont dû procéder à des ventes forcées dans un contexte de marché défavorable. On peut examiner le détail des résultats sur les placements nets selon les classes d'actifs à partir du tableau 2.

Tableau 2 : Répartition des résultats de la Caisse entre ses différentes classes d'actifs

Résultats des placements nets (31 décembre 2008, milliards de dollars)	(39,8) [100 %]	Part dans l'actif net
Revenu fixe et devises	2,2	44,2 %
Marchés boursiers	(21,2)	22,4 %
Fonds de couverture	(1,5)	3,3 %
Placements privés	(7,9)	8,3 %
Immobilier	(4,9)	21,6 %
Répartition de l'actif et autres	(2,0)	5,1 %
Charge sur PCAA	(3,9)	4,9 %

Source : CDP, rapport annuel, 2008, p. 3

- 25 Le tableau 2 indique la répartition des pertes des placements nets entre les classes d'actifs du portefeuille global de la CDP. Malheureusement, il n'est pas possible d'avoir le même niveau détail que dans le tableau 1 pour chaque type d'actif. Les plus grosses pertes concernent les actifs des marchés boursiers, des placements privés et de l'immobilier. Cependant, il n'est plus possible dans le second tableau de distinguer entre les pertes matérialisées liées à la vente des placements et celles qui sont non

matérialisées. Le tableau montre néanmoins que les pertes ont été générales dans la quasi totalité des portefeuilles.

Tableau 3 : Les pertes par produits

Pertes (31 décembre 2008, milliards de dollars)	
Produits dérivés	(11,7)
Papier commercial adossé à des actifs (PCAA)	(3,4)
REPOs	(0,2)
Prêts mezzanines	(0,3)

Source : CDP, rapport annuel, 2008, p. 163-165

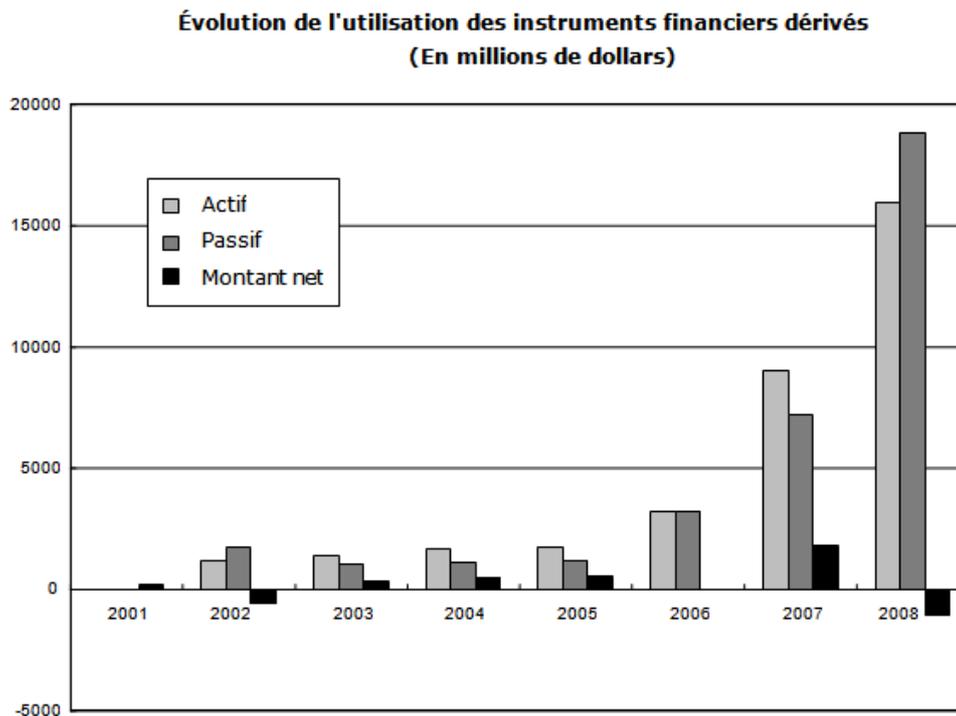
- 26 Le tableau 3 présente le montant des pertes pour les produits financiers « complexes ». Le tableau montre que la question des PCAA est importante mais que celle des produits dérivés l'est davantage. Le montant total des pertes pour ces produits s'élève à 15,6 milliards de dollars, ce qui ne peut pas expliquer directement le montant total des pertes. Cependant, ces produits reposent sur des effets de leviers financiers qui peuvent avoir des effets sur l'ensemble du portefeuille en cas de crise financière qui va à l'encontre des anticipations des gestionnaires.
- 27 La comptabilité présentée par la Caisse à la suite de la crise financière masque les sources de la performance dans la gestion des fonds pour l'année 2008. En commission parlementaire, les responsables de la Caisse ont donné quelques éléments d'explication (témoignage de Fernand Perreault, Richard Guay et Henri-Paul Rousseau devant la Commission permanente des finances publiques). Trois facteurs seraient responsables de la contre-performance de la Caisse par rapport aux autres gestionnaires de fonds pour un montant de 10,7 milliards de dollars :
- l'engagement de la Caisse dans le PCAA non bancaire qui représente 4 milliards de dollars. Dans ce domaine, un rapport réalisé suite à la crise mentionne que : « Les actifs synthétiques sont des titres adossés à des produits dérivés. Environ 71 % (21 milliards de dollars) des actifs sous-jacents aux conduits de PCAA touchés étaient synthétiques » (Chant, 2009, p. 10) ;
 - la politique de couverture de change. Fernand Perreault explique qu'en octobre 2008, le dollar canadien a perdu 20 % de sa valeur en une vingtaine de jours et que la Caisse avait une position contraire à ses « pairs ». Le coût total de la couverture de change (comprenant les pertes nettes) est estimé à 11,3 milliards de dollars, ce qui veut dire que la Caisse s'était couverte contre une hausse du dollar canadien ;
 - des règles comptables différentes des autres caisses de retraite car la Caisse est considérée comme une société de placements et non comme un régime de retraite. Les placements non liquides doivent donc être évalués à leur valeur de liquidation.
- 28 Les données comptables disponibles sur les conséquences de la crise financière ne permettent donc pas à elles seules de comprendre la concentration des risques de la part des gestionnaires de fonds de l'institution, notamment parce que les dirigeants de la CDP ont toujours expliqué leurs résultats à partir d'une analyse du risque comme un

facteur externe à l'organisation et non comme un facteur interne relié aux politiques de gestion mises en place au sein de l'organisation.

La diffusion des produits financiers dérivés et l'évaluation des risques

- 29 La crise globale de la gestion des fonds à la CDP est intimement liée à son modèle de gestion qui reposait sur la diversification de l'univers de placement de la Caisse en achetant et en vendant des titres construits directement ou indirectement à partir de produits dérivés. La concentration des risques peut être considérée comme l'un des facteurs ayant conduit la Caisse à des pertes aussi importantes que celles réalisées en 2008, alors même que des mesures de contrôle des risques basées sur les principes de la diversification étaient présentes dans les différentes politiques de placement.
- 30 Suite à des travaux réalisés par le comité de Bâle conjointement avec l'Organisation internationale des commissions de valeurs et l'Association internationale des contrôleurs d'assurance (1999), une définition de la notion de concentration des risques a été proposée. Elle fait référence à une exposition à des pertes importantes susceptibles de menacer la santé financière de l'institution ou sa capacité à maintenir l'essentiel de ses activités. Cette importante exposition peut être la résultante d'une combinaison d'expositions de l'organisation à travers ses différents secteurs d'activité. Sur les différentes formes que peut prendre la concentration des risques, le comité de Bâle précise :
- « La concentration des risques peut prendre plusieurs formes y compris l'exposition à des : a) contreparties individuelles ; b) groupes de contreparties individuelles ou entités associées ; c) contreparties dans des zones géographiques particulières ; d) secteurs industriels ; e) produits spécifiques ; f) prestataires de services tels les services de Back-office et g) catastrophes naturelles » (Comité de Bâle, 1999, p. 2).
- 31 La concentration des risques à la CDP trouve son origine, d'une part, dans l'utilisation massive et diffuse des produits dérivés et d'autre part, dans l'opacité des marchés et le problème d'évaluation des risques afférents. Le recours aux produits dérivés au sein de la Caisse vient du nouveau modèle d'affaire axé sur la recherche de rendement ayant pour objectif de contourner les rendements jugés anémiques des produits d'investissement classiques. Afin d'atteindre ses nouveaux objectifs de rendement, elle ne peut éviter les actifs plus rentables mais plus risqués tels que les produits dérivés.
- 32 L'utilisation des produits dérivés a connu une augmentation croissante à partir de l'entrée en fonction de son nouveau PDG en 2002 comme le montre la figure 1.

Figure 1 : Évolution de l'utilisation des produits dérivés à la Caisse 2001-2008



Source : CDP, rapports annuels, 2001-2008

- 33 De 1,1 milliards en termes d'actif en 2002, l'utilisation des produits dérivés est passée à près de 16 milliards en 2008. De plus, c'est sur des marchés opaques et risqués que la Caisse a concentré la majorité de ses contrats dérivés, puisque 87 % de ces contrats sont transigés sur des marchés de gré à gré (CDP, rapport annuel, 2008, p. 119). Ces derniers permettent la transaction de contrats négociés de manière bilatérale ou multilatérale ce qui rend plus difficile la traçabilité des flux. L'allocation des risques est également différente sur les marchés de gré à gré comparativement à celle sur des marchés réglementés. Si dans les marchés réglementés, le risque de marché et le risque de défaut sont dissociés du fait que les intervenants ne supportent que le risque de marché et la chambre de compensation que le risque de défaut, dans le cas des marchés de gré à gré ces risques sont joints. En effet, en raison de la spécificité des contrats sur les marchés de gré à gré, il est difficile de trouver une contrepartie désireuse de se substituer à une autre à l'inverse des marchés réglementés qui permettent de centraliser les ordres et de limiter le risque de défaut. Sur les marchés de gré à gré, il n'y a pas de chambre de compensation pour s'interposer entre les acheteurs et les vendeurs et supporter le risque de défaut.
- 34 La diffusion des produits dérivés dans l'ensemble des portefeuilles de la Caisse, comme le montre le tableau 4, sans restriction quant à leur nature ou à leur position consolidée par titre ou catégorie de titres ne peut que conduire à une situation de concentration des risques dangereuse en cas de crise.

Tableau 4 : L'utilisation des produits dérivés dans les portefeuilles de la Caisse

Portefeuille spécialisé	Produits dérivés
-------------------------	------------------

Répartition d'actif	- Options et futures sur les devises et les taux d'intérêt.
Fonds de couverture et produits de base	- Contrats à terme sur les produits de base. - Contrats à terme sur les indices. - Achats et ventes de titres à découvert.
Revenu fixe et devises	- Ventes et achats de titres à découvert. - Obligations convertibles en actions. - Swaps de taux d'intérêt. - Options et futures sur les devises.
Marchés boursiers	- Options et futures sur les titres cotées. - Options et futures sur les indices. - Achats et ventes de titres à découvert. - Contrats à termes sur des indices boursiers.
Placements privé, participations et infrastructures	- Fonds de couverture sur les entreprises du placement privé. - Instruments financiers dérivés portant sur des titres sous-jacents liés aux entreprises du placement privé. - Instruments financiers dérivés sur taux d'intérêt et devises. - Achats et ventes de titres à découvert.
Immobilier (Immeubles et dettes immobilières)	- Dérivés de crédit. - Dettes convertibles. - Titres adossés à des créances immobilières commerciales.

Source : CDP, rapports annuels 2007 et 2008.

- 35 L'utilisation du papier commercial adossé à des actifs (PCAA) est une illustration du rôle des produits dérivés dans la concentration des risques. Le recours à ces produits a été généralisé dans la quasi-totalité des portefeuilles spécialisés de la Caisse en ignorant sa position consolidée au niveau du portefeuille global du fait de son utilisation par tous les gestionnaires dès lors que des liquidités étaient disponibles. C'est ainsi que lors de la récente crise, la Caisse s'est retrouvée avec des PCAA de l'ordre de 13 milliards de dollars. L'ampleur des montants investis dans les PCAA a créé un problème de liquidité qui a lui-même entraîné des ventes à pertes de titres sur les marchés boursiers afin de satisfaire le besoin de liquidités relié aux positions prises sur les marchés dérivés. La Caisse a réagit à cette situation en convoquant une réunion de crise avec les acteurs du marché pour trouver une entente et éviter ainsi la contagion de la crise à l'ensemble des marchés financiers canadiens (Boyd et al., 2007 ; OCRCVM, 2009). Une entente a été trouvée pour convertir le papier commercial en titres à long terme qui retrouveraient leur liquidité après la crise. Cependant, cet accord a mis un an et demi à se concrétiser et pendant ce temps, les liquidités de la CDP qui étaient concentrées dans les PCAA n'étaient pas disponibles.
- 36 La concentration des risques à la CDP s'explique par l'utilisation généralisée des produits dérivés afin d'augmenter le potentiel de rendement à l'aide de l'effet de levier qui est intrinsèque à ces produits financiers. La crise financière de 2008 a été un

révéléateur du degré d'implication de l'institution dans l'utilisation de ces produits et sa responsabilité au Canada dans la création et le développement de ces produits, en particulier dans le cas du PCAA.

Quelles sont les possibilités de régulation des conglomérats dans le contexte de la financiarisation ?

- 37 La régulation de l'utilisation des nouveaux produits financiers demeure un enjeu pour la gestion des risques liés aux décisions d'investissement des gestionnaires d'actifs. La gestion des risques par classe d'actifs s'est montrée peu efficace pour contrôler les risques pour l'ensemble du portefeuille comme dans la situation de crise de liquidités en 2007-2008. Le cas de la CDP permet d'analyser la structure des responsabilités dans l'encadrement de l'utilisation des produits dérivés (Chant, 1987 ; Davies, 2008).

Le contrôle par la politique intégrée de gestion des risques et la notation des titres

- 38 En vertu de la Loi sur la Caisse⁸, c'est au conseil d'administration qu'incombe la responsabilité d'établir les orientations et les politiques d'encadrement de la gestion des risques, alors que la vérification interne doit s'assurer de la mise en place d'un tel processus.
- 39 En 2003, et dans un contexte marqué par l'accroissement de la complexité et de la diversité des instruments financiers, la Caisse s'est dotée d'une politique d'ensemble s'adressant à tous les gestionnaires de la Caisse. Il s'agit de la « Politique de gestion intégrée des risques » (PGIR) établie sous l'autorité du comité de gestion des risques et approuvée par le conseil d'administration⁹. La politique de gestion intégrée des risques énonce l'encadrement général des risques, définit la gouvernance de la gestion du risque au sein de la Caisse, fixe le niveau de risque jugé acceptable et relie ce niveau de risque aux objectifs de valeur ajoutée cibles. Les risques sont regroupés en trois grandes catégories : risques d'affaires, risques financiers et risques opérationnels. Ces catégories sont ensuite subdivisées afin de distinguer chacun des risques possibles. Notamment, les risques financiers se décomposent en risque de marché, risque de crédit, de concentration et de contrepartie et risque de liquidité¹⁰. Bien que chacun de ces risques ait sa propre nature, la politique de gestion des risques a pour objectif de les intégrer afin d'évaluer le risque global encouru par ses activités d'investissement¹¹.
- 40 M. D'Amour¹², l'ex-président du comité de gestion des risques de la Caisse affirme qu'« en tout temps, la gestion des risques a été bien faite et que le niveau de risque est resté à l'intérieur des limites imposées »¹³. Face à un tel discours, comment expliquer cette erreur de concentration des risques alors même que des mesures de contrôle des risques basées sur les principes de la diversification étaient présentes dans les portefeuilles de la Caisse ? Selon M. D'Amour, « aucun mécanisme de surveillance n'aurait pu déceler les failles des PCAA ... La stratégie de diversification des portefeuilles de la Caisse n'a pas fonctionné parce que les marchés se sont effondrés »¹⁴. Mais la Caisse a fait plus de pertes que ses paires. Il faut donc admettre certaines erreurs du modèle de gestion des risques ; des erreurs d'analyse, de jugement et de concentration exagérée des risques liée à l'utilisation des produits dérivés et

structurés. Différentes défaillances sont ici analysées en se rapportant au dossier des PCAA. D'abord, il faut reconnaître que la Caisse ne connaissait pas la quantité qu'elle possédait de ce type d'actifs. Comme il s'agissait d'un produit de marché monétaire à court terme et qu'il n'était pas considéré comme un produit risqué, le modèle de gestion des risques en place n'exigeait pas l'agrégation des données concernant ces titres. La Caisse ne disposait donc pas d'un portrait global de la détention du PCAA.

- 41 Ce qui soulève, ensuite, la question de la notation des PCAA (Zelmer, 2007 ; Chant, 2009). Dans un communiqué du 25 janvier 2009, M. Fernand Perreault mentionne que la politique de gestion des risques de la Caisse n'avait pas de limites globales de détention pour les instruments de marché monétaires cotés AAA. Or, les PCAA ne sont pas cotés AAA comme le sont par exemple les obligations du Canada, mais bien une cote R-1(haut) par DBRS (*Dominion Bond Rating Service*), soit la plus haute cote pour des titres à court terme. Il est important aussi de souligner qu'au départ, les PCAA étaient évalués par trois agences de notation exerçant leurs activités au Canada : DBRS, Moody's et Standard & Poor's. À partir de l'année 2000, DBRS a été la seule agence à évaluer le risque supporté par le PCAA. Ainsi, dès l'année 2000, l'équipe et le comité de gestion des risques auraient dû sonner l'alarme sur le fait que des agences de notation très sérieuses comme Moody's et Standard & Poor's ne voulaient plus coter les PCAA. Les membres de ces comités et équipe de gestion des risques semblent avoir accordé une confiance trop grande à la notation R-1(haut) de DBRS. Or dans une publication de la Banque du Canada portant sur les titres garantis par des créances synthétiques, Armstrong et Kiff (2005) notent que les investisseurs dans des PCAA synthétiques¹⁵ devraient exiger plus d'une notation de crédit afin de bien mesurer les risques. Plus de 10G\$ des 12,8G\$ de PCAA de la Caisse étaient de la catégorie des PCAA synthétiques.
- 42 Comme le montre le cas des PCAA, la politique de gestion des risques a sous-estimé le risque inhérent à ces instruments sans que les différents niveaux hiérarchiques ne puissent évaluer les risques réels. Les gestionnaires de la Caisse ont même continué d'acheter des PCAA malgré les signaux d'alarme que le marché pourrait s'effondrer¹⁶.

Le contrôle externe par les déposants, les gouvernements, et la législation

- 43 La financiarisation de la gestion de la Caisse et le contexte de la crise financière a soulevé des questions importantes sur les mécanismes de contrôle et de surveillance des activités des gestionnaires des fonds des régimes complémentaires de retraite. Trois sources de contrôle externes au secteur financier sont analysées ici à la suite des auditions publiques de commission des finances publiques de l'Assemblée Nationale qui s'est déroulée au début de l'année 2009.

La politique de placement des déposants.

- 44 La politique de placement des déposants est établie en concertation avec la CDP et elle est révisée périodiquement. Pourtant, les déposants ne peuvent pas toujours avoir un contrôle réel sur les investissements du gestionnaire car cela fait partie de la marge d'autonomie du gestionnaire d'actifs. Dans ce cadre, les comités de placement des déposants peuvent avoir une action pour limiter les risques en cas de concentration excessive des investissements.

« M. le Président, il faut bien voir que le travail sur la politique de placement se situe dans une perspective historique. On ne refait pas la roue à chaque fois. La première politique a été faite en 1985, et il y a, je dirais, une tendance de fond dans la politique de placement, ça a été d'augmenter la diversification en augmentant le nombre de catégories d'actif ...aussi en imposant des limites de concentration à l'intérieur de chaque catégorie d'actif, ce qui oblige à diversifier à l'intérieur même des catégories d'actif. Et plusieurs de ces choses-là qui sont maintenant dans les politiques d'investissement de la caisse sont nées de nos demandes parce qu'on voulait les mettre, nous, dans nos politiques de placement » (J-J Pelletier, témoignage à la commission permanente des finances publiques du Québec, Journal des Débats, 20 mai 2009).

- 45 Si les déposants sont en mesure parfois d'éviter la concentration des risques au sein d'un portefeuille, ils ne sont pas en mesure d'éviter la concentration des risques liée aux interactions entre les portefeuilles. Par exemple, il n'a pas été possible pour le déposant de déterminer en détail la part qu'il détenait globalement dans le papier commercial adossé à des actifs car ces titres étaient présents dans plusieurs catégories d'actifs comme le marché monétaire, le placement privé ou les actions canadiennes. Les papiers commerciaux adossés à des actifs servaient à gérer les liquidités générées par les différentes transactions.

Le contrôle gouvernemental des risques : une régulation *a posteriori*.

- 46 Dans le domaine des liens avec les politiques publiques, les gouvernements ont favorisé une réforme législative qui visait à faire de la CDP une organisation autonome du gouvernement. Cette réforme portait notamment sur une redéfinition du mandat de l'institution pour favoriser la recherche de rendements financiers avant le développement économique (Gouvernement du Québec, 2004).
- 47 Alban D'Amours, ancien président du comité de gestion des risques du conseil d'administration de la CDP a témoigné de la nécessité de régulation des marchés financiers par les autorités publiques, comme dans le cas du PCAA.
- « Les banques étrangères qui assumaient la liquidité ... ont échappé à leurs responsabilités en invoquant le fait que le papier commercial bancaire au Canada fonctionnait, alors que les banques rachetaient, bien sûr, ça avait l'apparence d'un fonctionnement normal, mais ce n'était plus normal parce qu'après le 13 août les banques canadiennes n'arrivaient plus à vendre leurs papiers. Et, si nous avions eu cette déclaration, tous les papiers commerciaux auraient été rachetés par les banques, comme ça s'est fait à travers la planète. Nous sommes un cas exceptionnel, au Canada » (Alban D'Amours, témoignage à la commission permanente des finances publiques du Québec, Journal des Débats, 14 mai 2009).
- 48 Le manque de liens avec le gouvernement va se traduire un an plus tard par des ventes forcées de titres (à perte) pour couvrir des besoins de liquidités sur les marchés des changes, en l'absence d'interventions gouvernementales pour assurer les besoins de liquidités temporaires des gestionnaires d'actifs des régimes de retraite. L'entente avec les gouvernements sur les besoins de liquidités ne se fera qu'en décembre 2008. Ainsi, la crise de l'investisseur institutionnel au troisième trimestre de 2008 peut s'expliquer par la remise en cause des liens avec les politiques publiques et la non reconnaissance du rôle de l'État comme garantie de crédit ou de prêteur en dernier ressort. La gestion des risques liés à ces innovations financières n'a été effective qu'une fois la crise déclenchée et uniquement pour stabiliser les anticipations des investisseurs. C'est donc une gestion des risques comme événements externes qui a prévalu sur la base d'un

modèle de gestion de portefeuille, alors que la sécurisation de cette activité impliquait une coopération avec les organismes publics qui garantissaient les prêts (la Société Canadienne d'Hypothèques et de Logements), qui supervisaient le système bancaire (le Bureau du Surintendant des Institutions Financières), et qui surveillait la liquidité monétaire (Banque centrale).

Le contrôle législatif : une régulation *a priori*.

- 49 L'utilisation des produits dérivés par les gestionnaires de la CDP est bien entendu un processus qui est le résultat d'innovations financières dont elle ne peut contrôler la diffusion car il fait désormais parti de la culture du secteur financier lui-même. Pourtant, cela ne signifie pas que les investisseurs institutionnels doivent utiliser toutes les innovations financières qui se présentent à eux. Il existe des règles qui encadrent l'utilisation des nouveaux produits financiers. Or, le niveau législatif est un des niveaux d'encadrement possible dans la mesure où des réformes de la loi sur la Caisse intégrant les placements autorisés sont toujours possibles. L'utilisation des produits dérivés peut faire l'objet d'un contrôle législatif à plusieurs niveaux.
- 50 Un premier niveau concerne les responsabilités du conseil d'administration. La loi sur la Caisse indique que le conseil d'administration édicte les règlements de la Caisse et qu'ils sont soumis à l'approbation du gouvernement (article 13, Loi sur la Caisse, 2007). De plus, le conseil d'administration doit établir les orientations et les politiques d'encadrement de la gestion du risque et approuver les politiques en matière de placement (article 13.1, Loi sur la Caisse, 2007). Cependant, la loi n'a pas prévu la création d'un comité de gestion des risques au sein du conseil d'administration (article 13.3, Loi sur la Caisse, 2007). La loi ne prévoit pas non plus l'existence d'un conseil de surveillance (constitué par exemple de parlementaires) comme c'est le cas par exemple de la Caisse des Dépôts et Consignations en France.
- 51 Un second niveau concerne les placements qui représentent une partie importante de la loi sur la Caisse. La loi indique quels sont les placements qui peuvent être détenus sans restriction, les placements qui peuvent être détenus et les règles qui s'appliquent pour chaque type de placements autorisés, ainsi que les limites qui s'appliquent en proportion de l'actif total. Concernant les produits dérivés, la Caisse peut utiliser tous les types de produits dérivés sans aucune restriction dès lors qu'elle y trouve un avantage financier (article 33.1, Loi sur la Caisse, 2007). L'article ne contient aucune précision sur les limites en termes de risque ou en proportion de l'actif global. Les limites de risque sont mentionnées dans l'article sur la politique d'investissement pour chaque portefeuille spécialisé, indépendamment les uns des autres (article 36.2, Loi sur la Caisse, 2007). De plus, l'article 36.1 de la loi indique que la Caisse peut effectuer toutes les activités qui visent « à en tirer le meilleur rendement financier possible » (Loi sur la Caisse, 2007, p. 17). L'article 37 de la Loi permet également d'investir dans des organisations qui utilisent des produits dérivés.
- 52 La loi sur la Caisse joue donc un double rôle dans le domaine de la régulation des activités et des impacts potentiels de ces activités pour la collectivité. À la fois, elle établit des balises en indiquant quelles sont les activités qui sont permises et selon quelles règles. Mais elle indique également quelle est la philosophie de gestion privilégiée en n'indiquant ni les limites d'utilisation pour certains placements en proportion de l'actif total, ni les modalités de la gestion des risques. Or, le contrôle

législatif repose principalement sur le principe de la norme qui définit ce qui est autorisé et ce qui ne l'est pas.

Conclusion

- 53 La crise financière de 2008 a mis en évidence les failles de la régulation des investisseurs institutionnels, en particulier les gestionnaires qui ont connu un processus de financiarisation de leur modèle de gestion. Le cas de la Caisse de Dépôt et Placement du Québec a permis de montrer que ce processus a été rendu possible par la conjonction de réformes politiques et l'adoption de règles et de pratiques du secteur financier. Ce double mouvement a conduit à rendre ces investisseurs très vulnérables face à la volatilité des marchés boursiers et aux effets de report entre ces marchés. La diversification des placements n'a pas eu les effets escomptés de réduction des risques. Dans le contexte de la financiarisation, elle a eu plutôt pour effet d'accroître le niveau des pertes financières en cas de crise.
- 54 Après la crise financière de 2008 qui a conduit à une perte de 25 % de l'actif sous gestion, la CDP a connu des années moins difficiles au plan des rendements avec un résultat net pour 2009 de 11,7 milliards (avec un rendement de 10 %) et de 20,1 milliards (avec un rendement de 13,6 %) pour l'année 2010. La direction a dû annoncer un plan majeur de restructurations comprenant notamment l'augmentation des liquidités et la réduction de l'endettement pour un montant de 20 milliards de dollars. Elle favorise également « un changement de culture » qui symbolise bien l'importance qu'à prise la financiarisation de la gestion pendant une décennie (CDP, 2010).
- 55 Le cas qui a été présenté ici permet d'analyser les liens entre les domaines de l'évaluation des risques et la structure de gouvernance lorsque la mission de l'organisation est redéfinie sous l'influence des changements dans le contexte institutionnel (celui de la financiarisation). La structure de gouvernance a une influence sur les pratiques des gestionnaires de portefeuilles, ces pratiques ayant en retour une influence sur la concentration des risques lorsque l'on tient compte des interactions entre les portefeuilles. L'évaluation des risques n'est donc pas indépendante de la structure de gouvernance et de l'interprétation de la mission de l'organisation de la part des dirigeants.
- 56 Le cas de la CDP permet de reposer des questions centrales pour la gestion de toute organisation :
- À qui appartiennent les actifs gérés par l'organisation ? Ces dernières années, la réponse a été que les actifs financiers appartiennent aux spécialistes de la finance afin d'augmenter le rendement financier. Si les actifs proviennent de politiques publiques universelles, alors le contrôle doit être du ressort de l'assemblée nationale. Si les actifs appartiennent aux déposants, alors ce sont les représentants des déposants qui doivent être présents au conseil d'administration. Si les actifs sont avant tout le résultat de politiques basées sur le dialogue social, alors il faut que les acteurs sociaux contrôlent l'apport de la Caisse au développement de ces politiques. Il n'est donc pas possible de séparer la propriété et la gestion des actifs dans les organisations qui sont également des institutions.
 - Quel doit être le modèle de gestion des gestionnaires de la dette sociale ? À la différence de l'investisseur individuel, la performance des gestionnaires, en tant que groupe financier, ne se résume pas à la somme des rendements financiers des différents portefeuilles mais elle doit prendre en compte l'effet structurant de ses investissements pour la société.

- Quelle est la légitimité du modèle de gestion ? Les gestionnaires tirent leur légitimité de la mission de l'organisation. Lors de la constitution de la CDP, ce lien reposait sur la contribution au financement des politiques du gouvernement du Québec. Depuis, la Caisse a développé des activités « commerciales » au delà de son mandat d'origine. Aujourd'hui, c'est le contenu de cette mission du développement qu'il faut redéfinir. C'est à cette condition qu'il sera possible d'autoriser (ou non) le développement d'activités complémentaires à sa mission.
- 57 Ces trois dimensions de la gestion des organisations pourraient servir de base à la construction d'une grille d'analyse pour effectuer des comparaisons entre les gestionnaires de fonds publics dans plusieurs pays.

BIBLIOGRAPHIE

- Armstrong, Jim, & Kiff, John (2005). Titres garantis par des créances synthétiques : analyse des avantages et des risques, *Revue du système financier*, juin, pp. 55-63.
- Arner, Douglas W., & Norton, Joseph J. (2009). Building a Framework to Address Failure of Complex Global Financial Institutions, *Hong Kong Law Journal*, 39, pp. 95-128.
- Assemblée nationale du Québec, (2009), Auditions sur les résultats de la Caisse de dépôt et placement du Québec, *Journal des Débats*, Commission des Finances Publiques, 39^e législature, 1^{ère} session, 13 mars, 9h30 - 11h30. Consulté le 21 septembre, 2010 à l'adresse <http://www.assnat.qc.ca/fra/39Legislature1/DEBATS/journal/cfp/090313.htm>
- Blanchard, Olivier (2008). The Crisis: Basic Mechanisms, and Appropriate Policies. *Massachusetts Institute of Technology*, Department of Economics, Working Paper Series, Working Paper 09-01, December 29. Consulté le 15 août 2010 à l'adresse <http://ssrn.com/abstract=1324280>.
- Boyd, Erman, McNish, Jacquie, Perkins, Tara, & Scoffield, Heather (2007). The ABCP black box explodes, *The Globe and Mail*, 16 Novembre. Consulté le 13 avril 2010 à l'adresse <http://www.reportonbusiness.com>
- Caisse de dépôt et de placement du Québec, *Rapports annuels*, Différentes années.
- Caisse de dépôt et de placement du Québec (2010). *Recentrage Stratégique de la Caisse de Dépôt*, lettre éditoriale, 22 janvier. Disponible à l'adresse suivante : <http://www.lacaisse.com>
- Chant, John (2009). *The ABCP Crisis in Canada: The Implications for the Regulation of Financial Markets*. Report for the Expert Panel on Securities Regulation, Consultée le 18 avril 2010 à l'adresse <http://www.expertpanel.ca/fra/rapports/etudes-de-recherche/crise-pcaa-canada-chant.html>
- Chant, John (1987). The Regulation of Financial Institutions : A Functional Analysis, *Rapport technique numéro 45 de la Banque du Canada*.
- Comité de Bâle. (1999). *Risk concentrations principes*. Consulté le 25 mars 2010 à l'adresse <http://www.bis.org/publ/bcbs63.pdf>
- Davies, Howard (2008). *The Future of Financial Regulation*. Oxonia Lecture.

Goodhart, Charles (2008). The Background to the 2007 Financial Crisis, *International Economics and Economic Policy*, 4, pp. 331-346.

Gouvernement du Québec. (2004). *Loi modifiant la Loi sur la Caisse de dépôt et placement du Québec*, Projet de loi no 78, Assemblée Nationale.

Gruson, Michael (2004). Supervision of Financial Conglomerates in the European Union, Papier présenté à *International Monetary Fund Seminar on Current Developments in Monetary and Financial Law* (24 May to 4 June, 2004) [unpublished]. Consulté le 25 avril 2010 à l'adresse <http://204.180.229.21/external/np/leg/sem/2004/cdmfl/eng/gruson.pdf>

OCRCVM. (2009). Étude du cadre réglementaire applicable aux sociétés membres de l'OCRCVM, examen et recommandations concernant la création et le placement de papier commercial adossé à des créances émises par des tiers au Canada. Rapport, *Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières*. Consulté le 12 février à l'adresse <http://docs.iroc.ca/DisplayDocument.aspx?DocumentID=3CAB660DB44E41C2875DD3DBD27FADEA&Language=fr>

Orhangazi, Ozgur (2008). Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector. *Cambridge Journal of Economics*, 32(6), pp. 863-886.

Orléan, André (2009). *De l'euphorie à la panique : penser la crise financière*, Paris, éditions de la rue d'Ulm, Collection du CEPREMAP, Opusculé no16, mai.

Pelletier, Mario (1988). *La Machine à milliards. L'histoire de la Caisse de dépôt et placement du Québec*. Montréal : Québec/Amérique.

Plihon, Dominique (2002). *Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance*, Paris : La Documentation Française.

Puffer, Marlene K. (2007). The big freeze ABCP: Anatomy of a liquidity crunch. *Canadian Investment Review*. Consulté le 12 février 2010 à l'adresse www.investmentreview.com

Rousseau, Henri-Paul (2005). Stratégie d'investissement en capital de risque et placements privés. CDP, Présentation devant la Chambre de commerce française au Canada, 14 février.

Zelmer, Mark (2007). La réforme du processus de notation financière. *Revue du système financier*, décembre, 53-60.

NOTES

1. Les auteurs tiennent à remercier les évaluateurs de la revue pour leurs commentaires.
2. Entrevue avec J. Parizeau, 1^{er} décembre 2004.
3. La nouvelle Loi sur la Caisse a modifié cette ambition en spécifiant que le critère de participation au conseil d'administration doit être avant tout le profil d'expertise et l'expérience établie (2004, c. 33, a. 5).
4. Voir Journal des débats de la commission des finances publiques, 37^e législature, 1^{re} session, Le jeudi 9 décembre 2004, vol. 38, n° 72.
5. Dans la nouvelle législation, il est spécifié que : « La Caisse doit conseiller ses déposants en matière de placement. Elle peut conclure avec chacun de ses déposants une entente de service où elle détermine les services qu'elle lui offre, les fonctions et responsabilités qu'elle assume, les modes d'information et de communication qu'elle convient d'utiliser ainsi que les modalités de la reddition de comptes à laquelle elle s'engage » (article 22.1).
6. Ce statut de fiduciaire impose cependant des règles de comportement qui conduisent à l'isolement des représentants des acteurs collectifs (comme les syndicats par exemple). La notion

de bonne gouvernance des investisseurs institutionnels s'accompagne ainsi d'une remise en cause de l'objectif de démocratisation des instances de régulation. La logique qui préside à cette évolution consiste en une évaluation du savoir-faire de la Caisse en vue de se recentrer sur ses compétences financières.

7. Voir le Règlement relatif à la détermination et au cadre d'utilisation des instruments ou contrats de nature financière de la Caisse de dépôt et placement du Québec, R.Q. c. C-2, r.1.1.

8. L.R.Q. c. C-2.

9. La gestion des risques relève ultimement du conseil d'administration, mais elle est déléguée aux gestionnaires de tous les niveaux afin de l'intégrer au quotidien dans l'exercice de leurs fonctions (employés de la Caisse, mandataires et consultants). La gouvernance de la gestion des risques repose sur trois niveaux de contrôle. En haut de l'échelle, se trouvent le conseil d'administration et ses comités de vérification et de gestion des risques qui approuvent les différentes politiques et procédures d'encadrement du risque. Ils s'assurent que les moyens mis en œuvre s'alignent avec les meilleures pratiques en vigueur dans l'industrie et permettent de respecter les limites de risque fixés. Au milieu de l'échelle, figurent le comité déposants et risques appuyé par le groupe Gestion des risques. Le comité déposants et risques, en se basant sur les rapports de suivi et d'analyse de risque établis périodiquement par le groupe Gestion des risques, s'assure du respect des limites de risque définies dans la PGIR. En bas de l'échelle, se trouvent les gestionnaires qui constituent la première ligne de défense de la gestion des risques. Un mécanisme de reddition des comptes est prévu par la PGIR pour chacun de ces niveaux.

10. Rapport annuel de la Caisse, 2008.

11. Un budget de risque est également défini par la PGIR et réparti entre les différents portefeuilles d'investissement de la Caisse. Une limite de risque est précisée dans la politique d'investissement de chaque portefeuille, ce qui permet de fixer le niveau de risque acceptable que peut prendre le gestionnaire. Cette limite de risque tient compte de l'objectif de valeur ajoutée du portefeuille concerné et est déterminée pour chaque niveau de contrôle. Il est ainsi possible pour le gestionnaire de dépasser la limite de risque autorisée dans sa politique d'investissement mais, pour ce faire, il doit avoir l'approbation du comité déposants et risques. Pour les niveaux de risque dépassant la limite d'autorité du comité déposants et risque, l'approbation du conseil d'administration, sur recommandation du comité gestions des risques, est requise.

12. M. D'Amour a fait partie du conseil d'administration de la Caisse d'août 2000 à mars 2009.

13. Entrevue rapportée par Radio-Canada en date du 14 mai 2009.

14. Entrevue rapportée par Radio-Canada en date du 14 mai 2009.

15. Le PCAA repose sur deux types d'actifs, soit des actifs conventionnels et des actifs synthétiques. Les actifs conventionnels sont des créances de crédit, des prêts-auto, d'autres prêts à la consommation et des prêts hypothécaires. Les produits synthétiques sont des produits dérivés de crédit.

16. M. Bergeron, le vice-président principal responsable des affaires juridiques de la Caisse, a affirmé que dès juillet 2007, les gestionnaires de la CDP savaient que la confiance des investisseurs baissait à l'égard des PCAA, mais ont continué d'acheter ces titres jusqu'au 10 août 2007.

RÉSUMÉS

Cet article propose une analyse de la financiarisation de la gestion à partir de l'étude du cas de la principale institution financière publique au Canada, la Caisse de Dépôt et Placement du Québec. Cette évolution de la gestion est documentée ici à travers deux éléments. Le premier élément est le modèle d'affaire mis de l'avant par l'institution avec l'arrivée d'un nouveau PDG en 2002 qui repose sur une nouvelle interprétation du mandat de l'institution et de sa responsabilité sociétale. Le second élément est la réforme de l'organisation interne de la Caisse avec l'adoption d'un modèle organisationnel de conglomérat financier basé sur l'utilisation indirecte des produits dérivés ou indirect à travers des produits structurés. Cette étude de cas permet également d'analyser les transformations récentes des modes de gouvernance dans les institutions financières.

This article proposes an analysis of the financialization of public pension's asset managers through the case study of the most important one in Canada. The 2008 fallout is the result of structural changes in the regulation and management of the organization. Two elements are here at the core of financialization. First, the new business model was built on a different analysis of the mission of the institution. Second, the creation of "value added" was expected by the use of interactions between portfolios, facilitated by the development of derivatives and structured financial products. This case study is also interesting to analyze the transformation of the governance structure in the financial sector.

INDEX

Mots-clés : investisseurs institutionnels, financiarisation, gouvernance, gestion des risques, produits dérivés

Keywords : institutional investors, financialization, business model, governance, risk management, derivatives

AUTEURS

FRÉDÉRIC HANIN

Professeur agrégé au département des relations industrielles de l'Université Laval.
frederic.hanin@rlt.ulaval.ca

LILIA REKIK

Professeure agrégée, UER Travail, économie et gestion, TELUQ-UQAM.
rekik.lilia@teluq.uqam.ca