

Collection **Vie économique**

La Caisse de dépôt et placement du Québec à l'épreuve de la financiarisation

Sous la direction de
FRÉDÉRIC HANIN



**La Caisse de dépôt et placement
du Québec à l'épreuve de la
financiarisation**

Collection VIE ÉCONOMIQUE

La collection Vie économique fait place à des recherches et des essais portant sur les dynamiques institutionnelles qui façonnent les réalités économiques de notre monde. La collection privilégie une approche critique et documentée des enjeux économiques – passés, actuels et à venir –, en particulier ceux qui sont soulevés par les transformations du « modèle québécois ». À l’opposé des tendances qui cherchent à naturaliser les institutions économiques afin d’éviter les débats portant sur leurs finalités et leur effectivité, la collection Vie économique veut contribuer à la connaissance des pratiques et des acteurs économiques afin d’élargir les perspectives d’action collective.

Cette collection est dirigée par Frédéric Hanin et François L’Italien.

Dans la même collection

La transition énergétique en chantier. Les configurations institutionnelles et territoriales de l’énergie, sous la direction de Marie-José Fortin, Yann Fournis et François L’Italien (2016).

La Caisse de dépôt et placement du Québec à l'épreuve de la financiarisation

Sous la direction de
FRÉDÉRIC HANIN



**Presses de
l'Université Laval**

Les Presses de l'Université Laval reçoivent chaque année du Conseil des Arts du Canada et de la Société de développement des entreprises culturelles du Québec une aide financière pour l'ensemble de leur programme de publication.

Nous reconnaissons l'aide financière du gouvernement du Canada par l'entremise du Fonds du livre du Canada pour nos activités d'édition.

Financé par le gouvernement du Canada
Funded by the Government of Canada



Maquette de couverture : Laurie Patry

Mise en pages : Diane Trottier

© Presses de l'Université Laval. Tous droits réservés.

Dépôt légal 2^e trimestre 2016

ISBN : 978-2-7637-2709-7

PDF : 9782763727103

Les Presses de l'Université Laval

www.pulaval.com

Toute reproduction ou diffusion en tout ou en partie de ce livre par quelque moyen que ce soit est interdite sans l'autorisation écrite des Presses de l'Université Laval.

TABLE DES MATIÈRES

AVANT-PROPOS.....	XIII
-------------------	------

PARTIE 1 COMPRENDRE LA FINANCIARISATION

CHAPITRE 1

Domestiquer la finance : le rôle des investisseurs publics de long terme. . . .	3
---	---

Tristan Auvray, Thomas Dallery et Sandra Rigot

Les financiers	4
Les mécanismes de la financiarisation.	5
Les conséquences de la financiarisation	8
Le poids de la financiarisation sur la croissance économique et l'emploi	10
Une contribution insignifiante des actionnaires.	12
Se libérer de la finance.	15

CHAPITRE 2

Financiarisation et conventions de financement.	23
---	----

Céline Baud

Financiarisation et institutions financières	23
Définition	23
Une première approche par les conventions de financement	26
La pluralité des conventions de financement	28
La finance d'engagement et l'investissement financier direct	28
La finance de placement et les titres financiers	30
La finance de portefeuille et les actifs financiers	34
La finance des risques et l'extension de la finance.	37
Situer les pratiques dans la diversité des conventions.	41

PARTIE 2

LA GOUVERNANCE INSTITUTIONNELLE

CHAPITRE 3

Fondements institutionnels et évolution de la gouvernance de la Caisse . . . 47

Frédéric Hanin

L'origine du double mandat de la Caisse	50
La généalogie du double mandat	51
La place de la Caisse dans le circuit financier public	53
L'encastrement social du double mandat de la Caisse	56
L'évolution du double mandat et les modèles de gestion	57
L'évolution du double mandat	57
L'évolution des modèles de gestion	59
Le contrôle institutionnel du double mandat	62
La structure de gouvernance	63
La structure de contrôle	66
Le contrôle gouvernemental	68
Le contrôle démocratique	68
Le contrôle fiduciaire	69
Le contrôle par la réputation	70
Conclusion	71

CHAPITRE 4

L'application des principes de gouvernance à la Caisse de dépôt
et placement du Québec et les politiques de rémunération de son conseil
d'administration et de sa haute direction de 2000 à 2014 75

Audrey Laurin-Lamothe

La gouvernance de la Caisse	76
La gouvernance de la Caisse jusqu'en 2002	76
La nouvelle ère de gouvernance de la Caisse depuis 2003	77
Le conseil d'administration de la Caisse	79
La composition du conseil d'administration de la Caisse	82
Présidences du conseil d'administration	87
Rémunération des membres du conseil d'administration	88
Le profil des directeurs généraux et les politiques de rémunération de la Caisse	90

Les politiques de rémunération du personnel de la Caisse	94
Les marchés de référence en matière de rémunération	96
Rémunération du personnel de la Caisse	100
La rémunération de la haute direction	105
La valeur des plans de retraite	108
Les indemnités de départ	109
La rémunération des dirigeants de la Caisse en comparaison de celle des dirigeants d'entreprises au Québec.	110
Conclusion.	113

PARTIE 3

LES MARCHÉS FINANCIERS

CHAPITRE 5

Les activités d'investissement de la Caisse dans les fonds spéculatifs après la crise de 2008 : vers l'utilisation des transactions à haute fréquence ?	119
---	-----

Caroline Joly

La crise de 2008 et la restructuration de l'industrie des fonds spéculatifs : de la spéculation agressive à l'utilisation des THF	124
La particularité des stratégies spéculatives	124
La débâcle financière des fonds spéculatifs lors de la crise et l'échec des stratégies spéculatives	129
La crise de 2008 et l'externalisation des activités de placement de la Caisse dans les fonds spéculatifs	133
Le tournant spéculatif de la Caisse et le fiasco financier de 2008 . . .	133
Les activités d'investissements de la Caisse dans les fonds spéculatifs de 2000 à 2013	135
De 2000 à 2002 : la gestion et l'administration de fonds spéculatifs externes	136
De 2003 à 2008 : l'investissement dans des fonds spéculatifs externes et internes privilégiant des stratégies spéculatives	138
De 2009 à 2013 : la participation dans des fonds spéculatifs externes privilégiant des stratégies moins risquées, dont la stratégie « neutre au marché »	145
Conclusion.	146

CHAPITRE 6**La Caisse et l'utilisation des produits dérivés : quelle gestion des risques ? 153***Lilia Rekik*

L'utilisation et la diffusion des produits dérivés dans la caisse	155
Les produits dérivés comme nouveau « paradigme » des transactions du capital	155
Le contexte réglementaire et l'utilisation des produits dérivés	157
La diffusion des produits dérivés avant la crise	159
La crise financière et l'ampleur des pertes reliées aux produits dérivés	161
Une gestion intégrée des risques à partir de 2003	163
La gouvernance de la gestion des risques avant la crise	163
La politique de la gestion intégrée des risques	164
Les politiques d'investissement	165
Le modèle de risque	165
Les enseignements de la crise 2007-2008 et l'encadrement des risques réservé aux produits dérivés	167
L'abandon des produits dérivés « toxiques »	168
Amélioration des méthodes et des outils d'évaluation des risques	169
Nouvelle méthode d'évaluation du risque de marché	170
Renforcement des pratiques de tests de tension	172
Renforcement des encadrements et des processus de gestion des risques	173
Révision de la politique de gestion intégrée des risques	173
Révision des politiques d'investissement	175
Renforcement du modèle de gouvernance des risques	176
Renforcement de la culture de gestion des risques	177
Conclusion	179

PARTIE 4 LE PLACEMENT PRIVÉ

CHAPITRE 7

La stratégie d'investissement en capital de risque de la Caisse 185

Éric N. Duhaime

Le capital de risque 185

L'histoire américaine: l'investissement indirect. 187

L'histoire canadienne et québécoise: l'investissement direct 190

La CDP: de l'investissement direct à l'investissement indirect. 197

L'investissement direct à la CDP 197

Le rapport Brunet 199

La réorientation effectuée par Henri-Paul Rousseau 202

Teralys Capital 206

Résultats 211

Conclusion. 216

CHAPITRE 8

La Caisse de dépôt et placement et la transition énergétique du Québec . . 221

François L'Italien

La Caisse et la « première » transition énergétique du Québec. 223

Genèse et développement du circuit de financement public
de la « première » transition énergétique au Québec 224

Une approche institutionnaliste de la transition énergétique 229

Soutien au développement des énergies fossiles ou financement
de la transition énergétique. 234

De la crise des PCAA aux sables bitumineux 234

Une initiative à reprendre 240

Une transition planifiée: la reconquête du long terme
et le financement des reconversions 241

Une transition maîtrisée: soutenir les formes publiques
et territorialisées de détention et de gestion des ressources 243

Conclusion. 245

NOTICES BIOGRAPHIQUES DES AUTEURS 249

BIBLIOGRAPHIE COMPLÉMENTAIRE. 253

LISTE DES TABLEAUX, FIGURES ET GRAPHIQUES

Tableau 3.1 –	Les modèles de gestion	60
Tableau 4.1 –	Récapitulatif des règles de rémunération des membres du CA par année en dollars courants	89
Tableau 4.2 –	Positionnement de la rémunération globale des employés de la Caisse par rapport au marché de référence, 2009-2014.	99
Tableau 4.3 –	Distribution des primes en millions de dollars pour les postes non liés et liés à l'investissement, de 2003 à 2010	101
Tableau 4.4 –	Nombre d'employés à la Caisse, masse salariale, primes et avantages sociaux en millions de dollars courants, de 2003 à 2010	103
Tableau 4.5 –	Départs involontaires à la Caisse ainsi que le nombre, la somme et la moyenne des indemnités, de 2005 à 2010	104
Tableau 4.6 –	Comparaison des rémunérations globales et variables des dirigeants de la Caisse avec celles des entreprises de l'Indice 120 du Québec du secteur financier et des assurances, en dollars constants de 2012, 2007 et 2011.	113
Tableau 5.1 –	Performance des indices de hedge funds (en %)	132
Tableau 6.1 –	La sphère économique mondiale (Unité: le téra dollar, soit le millier de milliards de dollars).	156
Tableau 6.2 –	L'utilisation des produits dérivés dans les portefeuilles	159
Tableau 6.3 –	Les résultats de la Caisse en 2008.	162
Tableau 6.4 –	Les résultats de la Caisse par produits financiers en 2008.	162
Tableau 6.5 –	Amélioration des méthodes et des outils d'évaluation des risques à la Caisse.	171
Tableau 6.6 –	Révision des encadrements et des processus de gestion des risques à la Caisse	173
Tableau 6.7 –	Renforcement du modèle de gouvernance des risques à la Caisse.	176

Tableau 6.8 –	Renforcement de la culture de gestion des risques à la Caisse à partir de 2009	178
Figure 1.1 –	Émissions nettes d’actions en pourcentage de l’investissement (sociétés non financières, 2001-2012, moyenne entre parenthèses)	13
Figure 1.2 –	Émissions nettes d’actions et dividendes en pourcentage de l’investissement (sociétés non financières canadiennes, 1997-2014)	15
Figure 3.1 –	La place de la Caisse dans le circuit financier public.	53
Figure 3.2 –	Résultats historiques de la CDP.	61
Figure 3.3 –	Le modèle de gouvernance de la Caisse	65
Figure 3.4 –	La structure publique de contrôle de la Caisse	67
Figure 4.1 –	Illustration du fonctionnement du portefeuille de co-investissement	96
Figure 6.1 –	Le marché mondial des produits dérivés (en trillions de dollars de montant notionnel).	157
Figure 6.2 –	Évolution de l’utilisation des produits dérivés à la Caisse 2001-2008 (en millions de dollars).	160
Figure 6.3 –	Modèle des risques de la Caisse.	167
Figure 6.4 –	Évolution du nombre des contrats dérivés de gré à gré contractés par la Caisse après la crise.	169
Graphique 4.1 –	Composition du conseil d’administration de la Caisse en fonction du poids relatif de chaque type d’acteur, 2002, 2005, 2009 et 2014	83
Graphique 4.2 –	Montants en milliers de dollars courants de la rémunération du président et des membres indépendants du CA, de 2005 à 2013	90
Graphique 4.3 –	Rapport de la rémunération versée sur la rémunération du marché de référence pour le poste de président et chef de la direction et pour la moyenne des autres postes de direction, par année, de 2005 à 2014.	98
Graphique 4.4 –	Montant du salaire de base, de la rémunération incitative et des autres formes de rémunération du directeur général de la Caisse de 2005 à 2014, en milliers de dollars canadiens constants (2012)	106

Graphique 4.5 – Montant moyen du salaire de base, de la rémunération incitative et des autres formes de rémunération des autres membres de la haute direction de la Caisse de 2005 à 2014, en milliers de dollars canadiens constants (2012)	108
Graphique 7.1 – Parts des investissements selon les types d'investisseurs en 1996	193
Graphique 7.2 – Parts des investissements selon les types d'investisseurs en 2002	194
Graphique 7.3 – Parts des investissements selon les types d'investisseurs en 2007	195
Graphique 7.4 – Parts des investissements selon les types d'investisseurs en 2012	196
Graphique 7.5 – Financement de Teralys Capital tel que prévu en 2009	208

AVANT-PROPOS

« La Caisse de dépôt est la propriété de tous les citoyens du Québec. » (Lesage, 1965, p. 23)

La Caisse de dépôt et placement du Québec (CDPQ ou la Caisse) est la propriété de tous les salariés québécois¹ et, à ce titre, c'est la plus importante institution financière au Québec. Issue de la Révolution tranquille, elle gère l'épargne-retraite de programmes publics et de régimes de retraite d'employeurs qui ont été créés par la loi. C'est également une société d'État qui contrôle l'un des patrimoines financiers les plus importants au Canada et en Amérique du Nord, et qui a un statut à part, à la frontière du secteur financier, du secteur public et de la sécurité sociale.

L'importance de la CDPQ dans la société québécoise, depuis sa création il y a cinquante années, est liée à plusieurs facteurs. Dans les années 1960 et 1970, c'est le financement des services publics – systèmes de retraite, de santé, d'éducation, d'électricité – qui a été au cœur de la relation entre son activité et la société dans son ensemble. Dans les années 1980 et 1990, c'est le développement économique du Québec, notamment par le contrôle de la propriété des grandes entreprises et l'immobilier commercial, qui a renforcé cette relation. Dans les années 2000, c'est la transformation du secteur financier québécois et le financement d'entreprises dans le secteur des nouvelles technologies qui ont été au centre des commentaires et des analyses sur le rôle économique de la Caisse au Québec. La Caisse est ainsi devenue

1. Le masculin est utilisé sans connotation de genre dans le texte.

avec le temps un acteur central du modèle québécois de développement.

En 2007-2008, la crise financière internationale des prêts hypothécaires à risque (*subprimes*) a des conséquences inédites sur le patrimoine de la CDPQ. Cette dernière doit annoncer des pertes d'une ampleur – autant en chiffres absolus qu'en proportion du patrimoine – jamais atteinte pour cette institution, et même largement supérieure à celles d'institutions comparables. Comment expliquer qu'on soit arrivé à cette situation? Quelles sont les leçons qu'il faut tirer de ces événements? Ces questions demeurent encore aujourd'hui d'actualité, autant pour les personnes qui possèdent ou gèrent un patrimoine financier que pour les responsables publics qui doivent déterminer le type et la forme de régulation à adopter pour encadrer ces institutions.

Ce livre est le résultat d'un programme de recherche qui a débuté en 2005. Il propose une analyse d'ensemble des activités de la CDPQ depuis le début des années 2000². Son contenu répond à plusieurs objectifs.

1. Il contient des outils d'analyse issus des recherches universitaires dans le domaine de la sociologie économique qui étudie les relations entre les activités financières et les autres dimensions du développement économique, afin de déterminer les sources et les modalités de la régulation des activités de la Caisse. Il propose ainsi une analyse des conventions de la finance, de la gouvernance, de la gestion des risques, des formes de placement et du contrôle institutionnel de la Caisse.
2. Il est destiné à un large public, notamment aux déposants et aux acteurs sociaux, qui cherchent à comprendre la signification des décisions de la CDPQ pour le Québec à partir d'une analyse globale et non pas d'une analyse technique. Les activités des organisations de la taille de la Caisse ne

2. La recherche et la publication des résultats ont bénéficié du soutien financier du FRQ-SC et du Centre de recherche sur les innovations sociales (CRISES). Nous remercions les participants au séminaire du Collectif d'analyse de la financiarisation du capitalisme avancé (CAFCA) pour leurs remarques et leurs commentaires.

peuvent pas être étudiées séparément les unes des autres, compte tenu du nombre de transactions effectuées annuellement, mais également parce que les investisseurs institutionnels sont en mesure de prendre des décisions « stratégiques » qui vont influencer l'ensemble des activités. Nous avons donc mis l'accent sur les liens entre le discours de l'institution sur elle-même, notamment dans ses rapports annuels, et l'évolution des pratiques au fil du temps à partir de l'analyse des formes organisationnelles, des données disponibles et du contexte économique et financier.

3. Il aborde la question de l'évolution de la gestion de l'épargne et, en particulier, l'évolution de la gestion de l'épargne-retraite. Le concept de financiarisation permet ainsi d'analyser les transformations structurelles de la relation entre la finance et la société, à la fois dans la dimension du contrôle – qui contrôle qui, quoi et comment ? – et dans la dimension de la légitimité – comment la finance obtient-elle telle ou telle prérogative par rapport au reste de la société ? – pour former le statut d'investisseur institutionnel qui s'est imposé à partir des années 1990 et qui permet de comprendre le développement d'activités financières de plus en plus complexes et risquées pour le reste de la société tout en gérant un patrimoine pour le compte d'autrui. La double exigence pour la Caisse de performance financière, par rapport aux autres gestionnaires de fonds, et de justification de la contribution au développement économique du Québec permet de distinguer et de documenter les transformations structurelles associées à la financiarisation.

Le livre propose ainsi une monographie d'une institution financière publique qui permet de comprendre comment la financiarisation s'est développée « sur le terrain » et comment elle s'est imposée comme cadre de référence, comme « convention », dans l'ensemble de la société.

L'ouvrage est composé de quatre parties qui reprennent les dimensions d'analyse de la CDPQ. La première partie présente la dimension de la financiarisation, de l'économie dans le premier chapitre, et du secteur financier dans le second chapitre. La deuxième partie s'intéresse à la dimension institutionnelle : son encadrement législatif et réglementaire dans le troisième

chapitre; la gouvernance et la politique de rémunération des dirigeants dans le quatrième chapitre. La troisième partie du livre aborde la dimension des marchés financiers avec le cinquième chapitre sur la transformation des outils d'investissement et les fonds spéculatifs (*Hedge Funds*), et le sixième chapitre sur l'utilisation des produits dérivés et la gestion des risques. La quatrième partie du livre porte sur le financement direct ou ce que l'on appelle, dans le milieu financier, le placement privé. Le chapitre sept présente les enjeux du financement du capital de risque, et le chapitre huit traite des enjeux de la transition écologique.

PARTIE 1

**COMPRENDRE
LA FINANCIARISATION**

