

## **Collection**

*Études théoriques*

**no ET0506**

**Fonds de pension du secteur public  
et modèles de développement au  
Canada : une étude comparative  
de la Caisse de dépôt et placement  
du Québec et du *Canadian Pension  
Plan Investment Board* (CPPIB)**

Frédéric Hanin

sous la direction de  
Benoît Lévesque

avril 2005

Note de l'auteur :

*Je tiens à remercier Benoît Lévesque pour ses commentaires sur une version antérieure du texte et Michel Lizée pour ses conseils sur un sujet aussi complexe. Les erreurs et omissions qui pourraient demeurer sont de la responsabilité exclusive de l'auteur de ce texte.*

*Frédéric Hanin*

Cahiers du CRISES - Collection Études théoriques – no ET0506

« **Fonds de pension du secteur public et modèles de développement au Canada : une étude comparative de la Caisse de dépôt et placement du Québec et du *Canadian Pension Plan Investment Board* (CPPIB)** »

Frédéric Hanin

(sous la direction de Benoît Lévesque)

ISBN : **2-89605-194-5**

Dépôt légal : avril 2005

Bibliothèque nationale du Québec

Bibliothèque nationale du Canada

## PRÉSENTATION DU CRISES

Notre Centre de recherche sur les innovations sociales (CRISES) est une organisation interuniversitaire qui étudie et analyse principalement « les innovations et les transformations sociales ».

Une innovation sociale est une intervention initiée par des acteurs sociaux pour répondre à une aspiration, subvenir à un besoin, apporter une solution ou profiter d'une opportunité d'action afin de modifier des relations sociales, de transformer un cadre d'action ou de proposer de nouvelles orientations culturelles.

En se combinant, les innovations peuvent avoir à long terme une efficacité sociale qui dépasse le cadre du projet initial (entreprises, associations, etc.) et représenter un enjeu qui questionne les grands équilibres sociétaux. Elles deviennent alors une source de transformations sociales et peuvent contribuer à l'émergence de nouveaux modèles de développement.

Les chercheurs du CRISES étudient les innovations sociales à partir de trois axes complémentaires : le territoire, les conditions de vie et le travail et l'emploi.

### **Axe innovations sociales et territoire**

- Les chercheurs de l'axe territoire s'intéressent principalement aux rôles des acteurs sociaux, et à leurs pratiques innovatrices, dans les recompositions territoriales contemporaines. Ils étudient notamment l'émergence de réseaux sociaux et leurs liens avec de nouvelles formes de territorialité ; les relations entre les entreprises, les acteurs sociaux et les instances politiques locales ; les identités locales et leurs liens avec le développement économique et social ainsi que les modalités de gouvernance territoriale.

### **Axe innovations sociales et conditions de vie**

- Les chercheurs de l'axe conditions de vie s'attardent à repérer, décrire et analyser des innovations sociales visant l'amélioration des conditions de vie, notamment en ce qui concerne la consommation, l'emploi du temps, l'environnement familial, l'insertion sur le marché du travail, l'habitat, les revenus, la santé et la sécurité des personnes. Ces innovations se situent, généralement, à la jonction des politiques publiques et des mouvements sociaux : services collectifs, pratiques de résistance, luttes populaires, nouvelles manières de produire et de consommer, etc.

## **Axes innovations sociales, travail et emploi**

- Les membres de l'axe travail et emploi centrent leurs travaux sur l'organisation du travail, la régulation de l'emploi et la gouvernance des entreprises dans le secteur manufacturier, dans la fonction publique et dans l'économie du savoir. Les recherches portent sur les dimensions organisationnelles et institutionnelles de l'emploi et du travail. Elles concernent tant les syndicats et les entreprises que les politiques publiques et s'intéressent à certaines thématiques comme les stratégies des acteurs, le partenariat, la gouvernance des entreprises, les nouveaux statuts d'emploi, le vieillissement au travail, la formation et l'économie du savoir.

## **LES ACTIVITÉS DU CRISES**

En plus de la conduite de nombreux projets de recherche, l'accueil de stagiaires post-doctoraux, la formation des étudiants, le CRISES organise toute une série de séminaires et de colloques qui permettent le partage et la diffusion de connaissances nouvelles. Les cahiers de recherche, les rapports annuels et la programmation des activités peuvent être consultés à partir de notre site Internet à l'adresse suivante : [www.cris.es.uqam.ca](http://www.cris.es.uqam.ca).

*Denis Harrison*  
Directeur



## NOTES SUR L'AUTEUR

**Frédéric HANIN** est stagiaire postdoctoral au Centre de recherche sur les innovations sociales (CRISES) à l'Université du Québec à Montréal (UQAM).



## TABLE DES MATIÈRES

LISTE DES FIGURES .....	ix
RÉSUMÉ .....	xi
INTRODUCTION .....	1
1. COMPLÉMENTARITÉS INSTITUTIONNELLES, MODELES DE DÉVELOPPEMENT ET INVESTISSEURS UNIVERSELS .....	5
1.1. Complémentarités institutionnelles et croissance .....	5
1.2. Deux modèles de développement au Canada .....	7
1.3. Investisseurs institutionnels et régime de croissance financier .....	10
2. INVESTISSEURS UNIVERSELS PUBLICS ET COMPLÉMENTARITÉS INSTITUTIONNELLES .....	17
2.1. Le concept d'investisseur universel .....	17
2.2. Le <i>Canadian Pension Plan Investment Board</i> .....	19
2.3. La Caisse de dépôt et placement du Québec .....	24
CONCLUSION .....	33
BIBLIOGRAPHIE .....	35



## LISTE DES FIGURES

FIGURE 1	Les différentes dimensions de la coordination.....	8
FIGURE 2	Les générations du modèle québécois de développement .....	9
FIGURE 3	La forme financière des supports de l'activité économique .....	11
FIGURE 4	Les développements de la théorie des options.....	13
FIGURE 5	L'évolution du poids des investisseurs institutionnels au Canada.....	14
FIGURE 6	Les principaux gestionnaires d'actifs au Canada.....	15
FIGURE 7	Les fonctions institutionnelles de l'investisseur universel.....	18
FIGURE 8	La politique de gestion du CPPIB.....	21
FIGURE 9	Les complémentarités stratégiques du CPPIB .....	22
FIGURE 10	La taille de la Caisse dans l'économie québécoise .....	26
FIGURE 11	La politique de gestion de la CDP .....	27
FIGURE 12	L'Asset Mix de la CDP et de la moyenne des fonds de pension au Canada .....	28
FIGURE 13	Les complémentarités stratégiques de la CDP.....	30



## RÉSUMÉ

*Cet article analyse le rôle des intermédiaires financiers publics dans la structuration des modèles de développement à travers le cas du Canada dont l'originalité vient de l'existence de deux fonds de pensions, l'un canadien (le Canadian Pension Plan Investment Board) et l'autre québécois (La Caisse de Dépôt et Placement du Québec), qui font la promotion de deux modèles de développements différents. Ces deux investisseurs institutionnels sont dans une position d'investisseur universel au sens où le rendement des fonds dépend de facteurs macroéconomiques. Les deux fonds de pensions publics contribuent à la construction du modèle de développement à travers trois domaines d'activité : la gestion de portefeuille, la gouvernance des entreprises et les liens avec le secteur financier. La cohérence du modèle de développement s'explique alors par les complémentarités institutionnelles qui existent entre ces domaines d'activité. Notre étude tend à montrer que l'opposition entre État et marché masque les enjeux qui sous-tendent la viabilité financière des modèles de développement actuels au Canada.*

*Mots clés : Régime de croissance et modèle de développement, Fonds de pension du secteur public, gestion de portefeuille, gouvernance d'entreprise, intermédiation financière.*

*JEL : E61, H55, G28, O11*

*Frédéric Hanin*



## INTRODUCTION

Une des transformations marquantes du nouveau régime de croissance, qui s'est mis en place dans les années 1990, a été la place croissante des investisseurs institutionnels (Clark, 2000 ; Davis et Steil, 2001). Le terme d'investisseur institutionnel regroupe l'ensemble des intermédiaires financiers qui collectent des fonds pour les placer soit auprès des entreprises qui désirent investir, soit en achetant des titres sur les marchés secondaires des bourses. La valeur des actifs financiers gérés par les investisseurs institutionnels rapportée au PIB a plus que doublé entre 1992 et 2000 dans l'ensemble des pays de l'OCDE (Davies, 2003). À la fin de l'année 2000, ces intermédiaires géraient des capitaux de l'ordre de 27 000 milliards de dollars pour l'ensemble des pays de l'OCDE (Boubel et Pansard, 2004). Au Canada, la part des actifs financiers gérés par les investisseurs institutionnels représentaient 110 pour cent du PIB, alors qu'en 1992 le même ratio était de 66 pour cent (OCDE, 2003). L'industrie canadienne de la gestion d'actifs a vu sa taille multipliée par trois en dix ans, gérant un actif de 1,4 trillions de dollars en 2004 (MacDonald, 2004).

La croissance des investisseurs institutionnels fait suite à des transformations importantes au sein du secteur financier. Ces transformations ont été la conséquence des modifications de la réglementation initiées par les autorités gouvernementales au milieu des années 1990. Cette phase de déréglementation a eu trois conséquences importantes. Elle a tout d'abord conduit à une concentration de la gestion des actifs financiers entre un petit nombre de firmes. Les dix plus importantes firmes du secteur gèrent la moitié des actifs (MacDonald, 2004). Le mouvement de déréglementation du secteur financier a aussi conduit à une augmentation du degré d'intermédiation financière entre prêteurs et emprunteurs de capitaux. La délégation de gestion est aujourd'hui une pratique courante. Ce mouvement provoque une augmentation du nombre de gestionnaires d'actifs financiers. Le nombre de firmes travaillant dans le secteur de la vente et de l'achat de titres est passé de cent vingt en 1990 à plus de 200 en 2003 (Ministère des Finances, 2005). La déréglementation du secteur financier a aussi eu pour corollaire une diversification de l'activité des intermédiaires financiers. Les intermédiaires financiers prennent aujourd'hui la forme de conglomerats financiers, alliant à la fois la gestion de portefeuille pour compte de tiers et le financement direct ou indirect des entreprises.

L'importance des investisseurs institutionnels soulève de nombreuses interrogations quant à la viabilité du nouveau modèle de croissance basé sur le développement du secteur financier. Une première source d'interrogations concerne l'influence des investisseurs institutionnels sur la stabilité des systèmes financiers nationaux. La formation de conglomerats financiers conduit-elle à une croissance de l'instabilité financière ? La gestion déléguée d'actifs fondée sur une évaluation indicielle de la performance peut être un élément de nature à accroître le mimétisme des gestionnaires et à augmenter de la volatilité du prix des actifs (CGFS, 2003). Une seconde source d'interrogations porte sur la gouvernance et le financement des investissements des entreprises. La politique de gouvernance des investisseurs institutionnels tend à favoriser le versement de dividendes à court terme, provoquant ainsi une baisse des dépenses d'investissement (Baudru et

Morin, 1999). Une dernière source d'interrogation concerne le rôle que jouent les investisseurs institutionnels dans le soutien du développement régional, la croissance des activités financières pouvant réduire le capital disponible pour financer les entreprises locales qui n'ont pas accès aux marchés financiers (Cunningham, 2004).

Dans ce nouvel environnement, les pouvoirs publics doivent repenser les mécanismes par lesquels ils peuvent assurer la coordination de l'activité économique, les outils keynésiens de la politique monétaire et de la politique budgétaire étant limités dans un contexte d'endettement élevé du secteur public et de strict contrôle monétaire par les banques centrales. La promotion de la croissance passe-t-elle par la spécialisation des activités et la concurrence en luttant contre la formation de conglomérats dans le secteur financier ou bien doit-on plutôt favoriser la création d'investisseurs institutionnels publics qui agissent dans le sens de l'intérêt général ? Dans le second cas, quelle doit être la stratégie de ces investisseurs institutionnels publics ? En Amérique du Nord, aussi bien au Canada qu'aux États-Unis, les plus importants investisseurs institutionnels sont les fonds de pension du secteur public. Du fait de leur statut public, de leur taille et de leur activité, ces fonds de pension sont dans une position d'investisseur universel qui doit prendre en compte les effets macroéconomiques de leurs décisions de placements (Hawley et Williams, 2000). Les investisseurs universels doivent ainsi articuler trois dimensions de leur activité : l'organisation du secteur financier, la stratégie de gestion du portefeuille d'actifs et le degré d'implication dans la gouvernance des entreprises<sup>1</sup>. La performance de ce type particulier d'investisseurs dépend des interactions entre ces trois dimensions.

Notre analyse de la dimension macroéconomique des investisseurs institutionnels publics s'appuie sur le concept de complémentarités institutionnelles développé par Amable (2003). L'auteur montre qu'il existe une diversité de modèles de croissance au sein des pays développés ou en développement. Hall et Soskice (2001) utilisent la même idée et aboutissent à une distinction entre deux formes institutionnelles du capitalisme : le modèle libéral de marché et le modèle stratégique de marché. Hall et Gingerish (2002) mettent en évidence l'impact de la cohérence institutionnelle sur la croissance des pays occidentaux. Le degré de cohérence institutionnelle dans un pays dépend de l'importance des complémentarités institutionnelles entre les différentes dimensions de l'activité économique des firmes. Notre apport à cette littérature consiste à mettre en évidence le rôle du secteur public dans la construction d'un modèle de croissance. De plus, notre analyse n'est plus centrée sur la firme mais sur l'investisseur institutionnel comme moteur de l'activité économique.

Nous reprenons aussi ces travaux pour mettre en parallèle deux modèles de développement : le modèle canadien (Hall et Gingerish, 2002) et le modèle québécois de développement (Bourque, 2000 ; Lévesque, 2001). À chacun de ces modèles correspond des intermédiaires financiers publics particuliers : le *Canadian Pension Plan Investment Board* (CPPIB) et la Caisse de dépôt et placement du Québec (CDP). Dans le cas du CPPIB, une réforme engagée en 1997

---

<sup>1</sup> Un ancien président de CalPERS affirmait que : « grâce aux actions que nous possédons, nous avons une réelle influence sur le gouvernement des entreprises. Nous exerçons un réel pouvoir sur les décisions majeures des entreprises au niveau des conseils d'administration » (Crist et LeDuigou, 2002).

a conduit à transformer le régime de retraite pour mettre l'emphase sur la capitalisation au détriment de la répartition. Cette réforme s'est accompagnée d'une nouvelle orientation résolument tournée vers la rentabilité financière et une gestion déléguée des actifs aux acteurs privés. Dans le cas de la CDP, une réforme législative récente encadrant son activité a conduit à réaffirmer l'importance de son double mandat tout en annulant une grande partie des dispositions qui servaient à sa mise en œuvre. La Caisse se trouve aujourd'hui dans une situation ambivalente, ne sachant pas très bien si elle doit suivre le modèle des gestionnaires d'actifs privés et abandonner la seconde partie de son mandat ou si elle doit conserver sa double mission et trouver une nouvelle forme d'organisation qui lui permette de mieux remplir sa mission. Notre objectif est de défendre l'idée qu'il peut exister une diversité de pratiques de la part des investisseurs institutionnels publics, et que la réalisation du double mandat de ces institutions repose sur la coordination entre les différentes dimensions de son activité.

La seconde partie décrit les fondements théoriques et les principales caractéristiques des deux modèles de développement que l'on retrouve au Canada ainsi que le concept d'investisseur universel. La troisième partie, décrit les complémentarités institutionnelles mises en œuvre par les deux intermédiaires financiers publics. La conclusion présente les enjeux théoriques soulevés par notre étude.



## **1. COMPLÉMENTARITÉS INSTITUTIONNELLES, MODÈLES DE DÉVELOPPEMENT ET INVESTISSEURS UNIVERSELS**

### **1.1. Complémentarités institutionnelles et croissance**

Avec les travaux de North (1990), Albert (1993), Hollingsworth et Boyer (1997), l'analyse de la performance des économies de marché s'est enrichie de la dimension institutionnelle en se demandant dans quelle mesure le cadre institutionnel des pratiques économiques assure une coordination adéquate des décisions des agents économiques. Cette problématique a trouvé une nouvelle actualité après 1989, puisqu'il s'agissait alors de caractériser différentes formes d'économies de marché et non plus d'opposer la régulation marchande et la régulation étatique. Le concept de complémentarité institutionnelle s'inscrit dans cette perspective et tente de rendre compte des mécanismes de coordination entre différents domaines de l'activité économique.

Le concept de complémentarité institutionnelle trouve son origine dans le mariage entre plusieurs courants de pensée en sciences économiques : la théorie de la croissance endogène, la théorie des jeux de coordination et la macroéconomie institutionnelle. À la théorie de la croissance endogène, il emprunte l'idée que la performance économique et sociale des pays dépend d'interactions positives entre les décisions des agents et leur environnement macroéconomique (Barro, 1987). Il n'existe alors pas de convergence entre les pays, toutes les économies ne convergeant pas vers un taux de croissance unique et stationnaire. À la théorie des jeux de coordination, il reprend l'idée que la coordination entre les acteurs, bien plus que la compétition, est le principal déterminant de la performance des économies de marché (Cooper, 1999). L'activité des agents génère de nombreuses externalités (technologiques, politiques, sociales, environnementales, etc.) et complémentarités qui ne sont pas prises en compte par la régulation marchande. Des règles, mécanismes et acteurs publics doivent donc exister soit pour suppléer, soit pour compléter ou modifier la régulation marchande. À la théorie de la macroéconomie institutionnaliste, il emprunte le concept d'institution comme mécanisme de concertation et de régulation qui permet d'assurer la viabilité et la stabilité des relations sociales. Dans la théorie de la régulation (Boyer, 1986) il existe 5 formes institutionnelles : le rapport salarial, la forme de la concurrence, l'État, le régime international et le régime monétaire. Dans la perspective développée par Hall et Soskice (2001), on distingue 4 formes institutionnelles : les relations de travail, le système des relations industrielles entre les entreprises, le système éducatif et le système des relations de propriété entre les firmes.

Plusieurs définitions du concept de complémentarité institutionnelle ont été présentées dans la littérature (Amable, 2003). Une première définition repose sur l'idée de continuité. Il y a complémentarité stratégique lorsqu'il existe un accroissement du gain marginal pour un

acteur collectif de voir un autre acteur collectif intensifier son activité<sup>2</sup>. Cette définition suppose que chaque acteur peut agir sur une variable de manière continue et que l'intensité de son action a un effet positif sur le bien-être de l'autre acteur. Par exemple, une augmentation de la concertation sociale sur le marché du travail de la part d'un syndicat peut accroître l'intérêt pour les entreprises d'investir dans des projets industriels à plus long terme. Une seconde définition repose sur la comparaison entre plusieurs scénarios possibles<sup>3</sup>. Dans cette définition, on considère que les acteurs collectifs peuvent adopter un nombre donné de comportements et non pas, comme dans le cas précédent, modifier l'intensité de leur activité. Typiquement, on utilise généralement des situations avec deux actions possibles : coopérer / ne pas coopérer, investir / ne pas investir, voter / s'abstenir, etc. Ainsi en faisant la liste des acteurs et de leurs actions possibles, on peut créer une matrice de solutions et comparer les différentes situations d'interactions. Existe-t-il une situation ou plusieurs situations d'équilibre ? La situation envisagée favorise-t-elle l'objectif que l'on s'est fixé (améliorer le niveau de l'emploi, de la recherche, de l'investissement, etc.) ? Une troisième définition repose sur la prise en compte de décisions dans le temps. Différents acteurs doivent agir les uns après les autres. Il y aura complémentarité institutionnelle lorsque la décision prise par le premier conduit le second à choisir une option plutôt qu'une autre. Par exemple, l'établissement d'un programme de bourse pour les étudiants, avec l'ambition d'améliorer la formation dans une région, conduit à l'établissement d'un programme de subventions pour les entreprises qui investissent en recherche et développement. Ce programme de subvention n'aurait peut-être pas été mis en place sans l'établissement préalable d'un programme pour faciliter la formation des jeunes. Il est cependant particulièrement difficile de suivre de façon continue la dynamique institutionnelle d'une région, l'observation de la séquence (discrète) des décisions étant bien souvent la seule information disponible. Néanmoins, l'analyse des complémentarités institutionnelles dynamiques peut aider à comprendre pourquoi certaines décisions conduisent soit à la mise en place d'un processus cumulatif d'amélioration de l'environnement des acteurs, soit au contraire à la détérioration de cet environnement.

Hall et Gingerish (2002) ont identifié le rôle des complémentarités institutionnelles comme facteur de croissance. Ils parviennent à mettre en évidence une relation entre un indice de coordination et le taux de croissance. Cette relation prend la forme d'une courbe en U, signifiant que les économies possédant le taux de croissance le plus important sont celles qui ont le degré le plus important de cohérence institutionnelle. À un extrême, on retrouve les pays qui ont un modèle de développement libéral comme les États-Unis ou l'Angleterre. À un autre extrême, on trouve les pays qui ont adopté un modèle de développement « stratégique » comme l'Autriche, l'Italie ou la Norvège.

<sup>2</sup> Mathématiquement l'existence de complémentarité institutionnelle se définit par la condition suivante :  $\frac{\partial^2 F(x, y)}{\partial x \partial y} \geq 0$  où x et y sont des variables continues et F est différentiable.

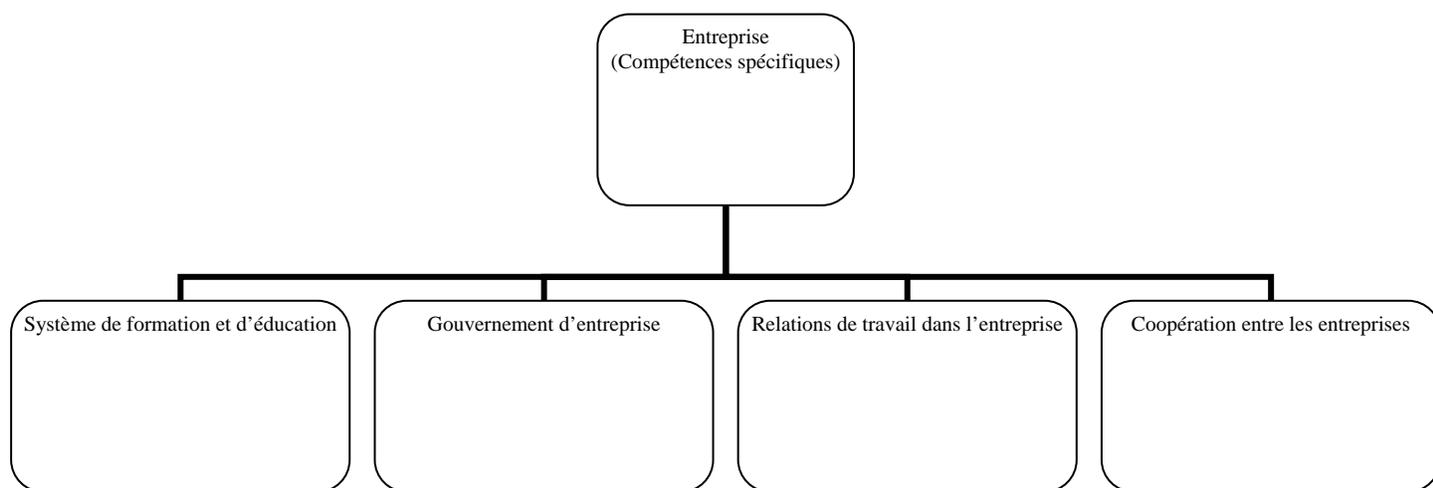
<sup>3</sup> Mathématiquement l'existence de complémentarité institutionnelle se définit par la condition suivante :  $F(x_1, y_1) - F(x_2, y_1) \geq F(x_1, y_2) - F(x_2, y_2)$ . Voir Topkis (1998).

## 1.2. Deux modèles de développement au Canada

Du fait de sa structure politique de confédération et de son bi-culturalisme, le Canada présente la particularité d'avoir deux modèles de développement sur son territoire. Le premier modèle de développement met l'accent sur la coordination marchande et s'appuie sur un modèle de société libérale. En simplifiant, on peut dire que c'est le modèle dominant dans les provinces anglophones du Canada. Le second modèle de développement se retrouve au Québec, la seule province francophone du Canada. Le modèle québécois de développement présente des caractéristiques qui en font un modèle plus proche des pays du continent européen ou asiatique que du continent américain.

Notre analyse de ces deux modèles s'inspire du cadre théorique construit par Hall et Soskice (2001). Les auteurs s'intéressent aux différences institutionnelles entre les économies développées en centrant leur analyse sur les firmes. De leur point de vue, la firme se présente comme un acteur développant des compétences spécifiques (*core competencies*) ou une capacité à développer, produire et commercialiser des biens et services (*dynamic capabilities*). En se basant sur les travaux de Williamson (1985) et de Milgrom et Roberts (1992), cette approche de la firme conduit à mettre l'emphase sur les problèmes de coordination entre les acteurs qui participent à l'exploitation des compétences spécifiques, que ce soit les employés, les actionnaires, les créanciers, les fournisseurs, les partenaires ou encore les communautés dans lesquelles elles exercent leur activité. La Figure 1 décrit les différentes dimensions qui entourent l'activité des entreprises.

**FIGURE 1**  
**Les différentes dimensions de la coordination**



L'étude des caractéristiques institutionnelles qui encadre et régule l'activité des firmes permet de mettre en lumière le rôle des avantages institutionnels comparés (*comparative institutional advantage*) pour expliquer la non-convergence des taux de croissance des économies occidentales (Hall et Soskice, 2001 : 37).

L'économie canadienne est généralement catégorisée parmi les économies libérales, en compagnie des États-Unis, de l'Angleterre ou encore de l'Australie (Amable, 2003 ; Hall et Gingerish, 2002). Ce constat est basé sur un certain nombre d'indicateurs qui reflètent les différentes dimensions présentées dans la figure précédente. L'exemple retenu pour illustrer les caractéristiques de ce modèle est bien souvent l'économie américaine. Une première caractéristique de ce modèle tient au rôle central des données financières pour orienter l'activité des firmes. Ces informations comprennent le prix des actions sur les marchés boursiers, le taux de rendement sur le capital ou encore les dividendes versés aux actionnaires. Dans le domaine des relations de travail, la rémunération des employés est généralement plus individualisée et repose sur des négociations bilatérales avec l'employeur sans l'intervention d'acteurs collectifs ou des pouvoirs publics. Dans le domaine de l'éducation et de la formation, l'apprentissage de nouvelles connaissances porte sur des notions générales qui puissent être transférables d'un secteur à un autre étant donné la mobilité des employés sur le marché du travail. Dans le domaine de la coopération entre les entreprises, le

modèle libéral se caractérise par un rôle accru des brevets comme signal de compétences (Pénin, 2003), ainsi que par l'achat et la vente d'unités de recherches entre les entreprises plutôt que le développement interne de compétences. Pour le Canada, Hall et Gengerich (2002) obtiennent un indice de coordination de 0.13 (les États-Unis ayant un indice de 0 et l'Autriche un indice de 1).

Le modèle québécois de développement (Lévesque, 2001) diffère sur de nombreux points du modèle décrit précédemment pour se rapprocher par certains aspects du modèle de développement européen. Bélanger (1998) définit le modèle québécois comme un « projet collectif fondé sur une alliance particulière entre les pouvoirs économiques public et privé ». Le modèle québécois présente une triple dimension industrielle, culturelle et sociale. Il repose en grande partie sur la présence d'acteurs collectifs puissants, que ce soit des syndicats d'employés, des associations patronales, des mouvements coopératifs ou les pouvoirs publics. Sur le plan de la formation, le Québec a son propre réseau de collèges pré-universitaires et les universités entretiennent des partenariats avec de nombreuses institutions européennes. Sur le plan du gouvernement d'entreprise, la concertation et la coopération entre les acteurs sociaux rend les entreprises moins sensibles aux résultats financiers à court terme. Dans le domaine des relations de travail, les acteurs collectifs encadrent la négociation des salaires et la détermination des conditions de travail. Sur le plan de la politique industrielle, plusieurs générations du modèle québécois de développement se sont succédées (Bourque, 2000 ; Lévesque, 2003). La Figure 2 retrace l'évolution des formes dominantes depuis la révolution tranquille.

**FIGURE 2**  
**Les générations du modèle québécois de développement**

<i>Modèle québécois de développement</i>	<i>Période</i>	<i>Acteurs publics</i>	<i>Forme de relation économique dominante</i>
Révolution tranquille	1960-1970	État	salariale
Québec Inc (1 <sup>ère</sup> gen.)	1970-1985	Entreprises publiques	propriété
Québec Inc (2 <sup>ème</sup> gen.)	1990-2000	Capital de risque	recherche

Enfin, l'originalité du modèle québécois vient aussi de la présence d'une économie sociale importante, dans laquelle les coopératives y jouent un rôle central. De plus, ce secteur bénéficie d'un large soutien de la part des pouvoirs publics. Ainsi, depuis les années 1960, le Québec a connu un rattrapage économique important (Lisée, 2004). Le PIB par habitant a cru de 33 pour cent entre 1960 et 2000 (contre 18 pour cent pour le Canada). L'écart de richesse entre le Québec et l'Ontario s'est réduit de 14 pour cent dans la même période. Le revenu médian des travailleurs en 1997 était de 20 500 dollars américains contre 20 300 dollars pour le Canada et 21 700 pour les États-Unis. Pour expliquer ces résultats du modèle québécois nous retenons l'hypothèse qu'elle est liée à la cohérence institutionnelle du modèle de développement.

La littérature sur le rôle des complémentarités institutionnelles comme facteur de croissance souligne le rôle des acteurs collectifs, des organisations et des institutions pour comprendre les performances économiques des économies occidentales. Ainsi, elle permet de dépasser la simple opposition entre le secteur privé et le secteur public, en se souciant plutôt de comprendre l'articulation entre les deux secteurs. Cependant l'analyse en termes de modèle de développement ne doit pas conduire à laisser dans l'ombre la question de savoir quels sont les acteurs qui participent à la structuration du modèle.

### **1.3. Investisseurs institutionnels et régime de croissance financier**

Les travaux présentés dans la section précédente sont centrés sur la figure de la firme comme acteur central du modèle de développement. Si l'entreprise industrielle a pu être un acteur important c'est surtout dans la période du régime de croissance fordiste. Depuis les années 1990 ce n'est plus l'entreprise industrielle mais l'entreprise financière qui a acquis une place dominante pour la détermination de l'activité économique. On s'inspire ici de l'idée d'un changement de régime macroéconomique, le régime fordiste laissant la place à un régime financier (Boyer, 2000). Pour tenir compte de ces changements de long terme, Amable (2003 : 67-73) propose de compléter le concept de complémentarités institutionnelles en introduisant le concept de hiérarchie entre les institutions. L'existence de hiérarchie entre les institutions permet de concevoir le passage d'une économie centrée sur la relation salariale à une économie centrée sur la relation financière. Cette évolution s'accompagne de l'émergence d'une nouvelle classe d'intermédiaires financiers, les gestionnaires d'actifs.

Il est courant de qualifier un certain nombre de caractéristiques du nouveau régime de croissance financier à travers le vocable de « financiarisation » de l'économie. Ce terme générique regroupe en fait au moins trois phénomènes distincts : une extension de l'évaluation financière à l'ensemble des relations économiques, un décloisonnement des différents marchés financiers et une croissance de l'intermédiation. Le premier phénomène réside dans une extension de la forme financière à l'ensemble des relations économiques. La Figure 3 présente la nouvelle forme financière que

prennent les relations macroéconomiques comme la consommation, l'épargne, ou l'investissement.

**FIGURE 3**  
**La forme financière des supports de l'activité économique**

---

<i>Support de l'activité économique</i>	<i>Forme financière</i>
Consommation	Location avec option d'achat
Épargne	Parts de fonds communs de placement
Décision d'investissement	Options réelles
Production d'infrastructures collectives	Délégation de gestion et option de revente des équipements (partenariat public-privé)
Relation salariale	Stock-options
Relation de crédit	Dérivés de crédit
Relation de propriété	Actif boursier et rachat d'actions

---

Les principales grandeurs macroéconomiques ont donc désormais une dimension financière dans la mesure où leur forme et leur évolution dépendent de variables financières comme les cours boursiers ou les taux d'intérêt fixés sur le marché monétaire. Au Canada, depuis 1975, la part des actifs financiers dans le stock total d'actifs a progressé de 15 pour cent, passant de 50 pour cent à 65 pour cent en l'espace de 30 ans. Cette évolution en profondeur s'accompagne d'une évolution plus récente qui consiste à transformer des créances en titres financiers susceptibles d'être échangés sur les marchés financiers. Ce phénomène s'appelle la « titrisation ». Il concerne aussi bien les créances de cartes de crédit, les créances hypothécaires ou encore les créances sur les

entreprises. Cette innovation financière permet au secteur bancaire de transférer à des investisseurs les risques liés à des prêts. Pour l'investisseur qui achète les titres adossés à des créances, il peut bénéficier d'un titre qui a une bonne cote de crédit, une liquidité importante et qui procure un rendement stable. Entre 1997 et 2003, la valeur des actifs titrisés est passée de 50 milliards de dollars à 200 milliards. Ce mouvement a continué de progresser au même rythme même pendant la chute récente des marchés boursiers. Les relations économiques prennent donc de plus en plus une forme financière qui conditionne fortement la croissance future des échanges. En effet, la forme financière des relations économiques présente de nombreuses spécificités : l'homogénéité, la liquidité et la transférabilité des titres financiers ; la présence de spécialistes qui assurent la possibilité des transactions et la valorisation des actifs ; la présence d'agences de régulation des marchés. Malgré les innovations financières, il existe donc des limites à l'extension des relations financières dès lors que les conditions évoquées plus haut ne peuvent être remplies.

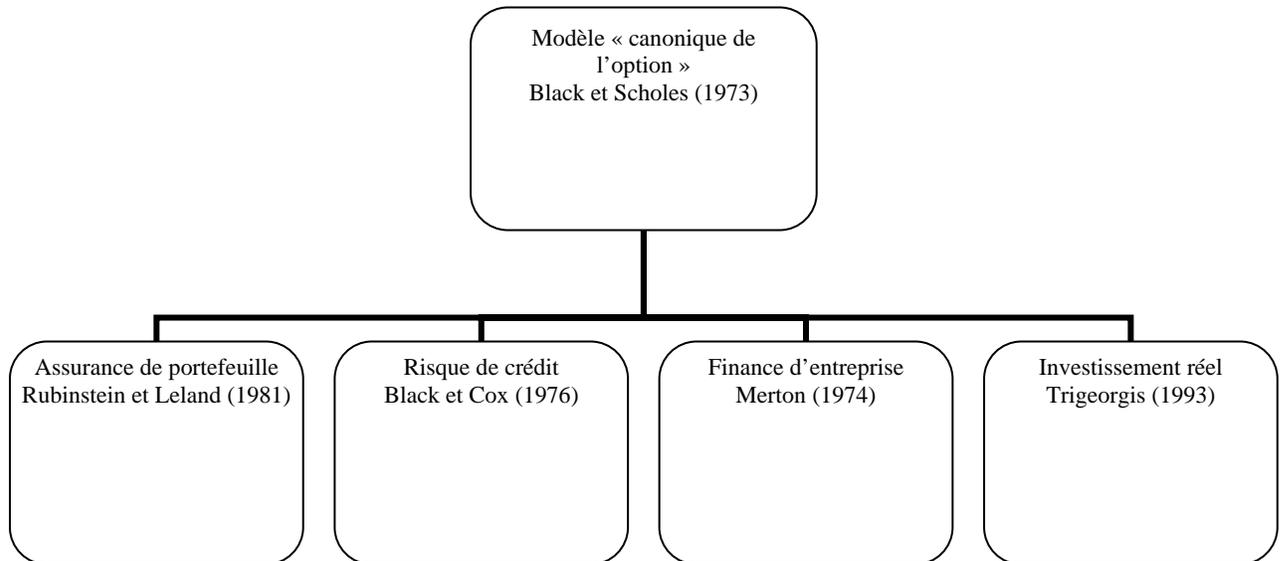
Le second phénomène de la financiarisation de l'économie vient d'un décloisonnement des différents marchés financiers, suite au développement des titres hybrides, ce qui conduit à penser qu'il existe désormais un continuum de marchés financiers (Haas, 2003). Traditionnellement, le marché financier était divisé en plusieurs sections : le marché boursier pour les actions, le marché obligataire pour les obligations, le marché interbancaire pour le crédit à court terme, le marché du papier commercial pour les entreprises, le marché des titres hypothécaire, etc. Le décloisonnement actuel vient du développement des produits dérivés : *futures*, options<sup>4</sup> et swaps. Il n'est pas aisé de mesurer l'importance quantitative des produits dérivés étant donné que ce nombre de transactions s'effectuent de gré à gré et non pas sur un marché organisé<sup>5</sup>. L'influence grandissante de ces nouveaux instruments financiers peut néanmoins être mise en lumière à travers les différentes utilisations du modèle canonique de l'option imaginé par Black et Scholes (1972). La Figure 4 présente certains développements du modèle de l'option.

---

<sup>4</sup> Une option donne à son détenteur le droit (mais non l'obligation) d'acheter (« call ») ou de vendre (« put ») un actif à un prix déterminé à l'avance (prix d'exercice) pendant une certaine période de temps. L'actif acquis grâce à l'option (le sous-jacent) doit donc être homogène, durable, avoir un faible coût de stockage et posséder un marché secondaire liquide. Il faut noter que la valeur de l'option ne repose pas sur les flux de revenus futurs que peuvent procurer les actifs acquis. Elle repose uniquement sur le gain en capital lié à l'achat et à la vente de l'actif acquis grâce à l'option. Le modèle « canonique » de l'option repose sur un certain nombre d'hypothèses simplificatrices. En particulier, on considère que la volatilité de l'option est constante et dépend uniquement de la volatilité de l'actif sous-jacent (et non de son *trend*), que le cours de l'option peut être représenté par une fonction dérivable et qu'il existe un processus d'arbitrage dans lequel l'actif sous-jacent est coté en bourse. C'est l'écart entre les hypothèses du modèle canonique et les besoins des praticiens qui est en grande partie à l'origine des innovations financières.

<sup>5</sup> Au dernier trimestre 2004, la valeur des transactions sur les marchés de produits dérivés était de 279 trillions de dollars américains. 76 pour cent de ces transactions portent sur des contrats monétaires, 12 pour cent sur des contrats obligataires et 12 pour cent sur des *futures* et des options (BIS, 2005).

**FIGURE 4**  
**Les développements de la théorie des options**

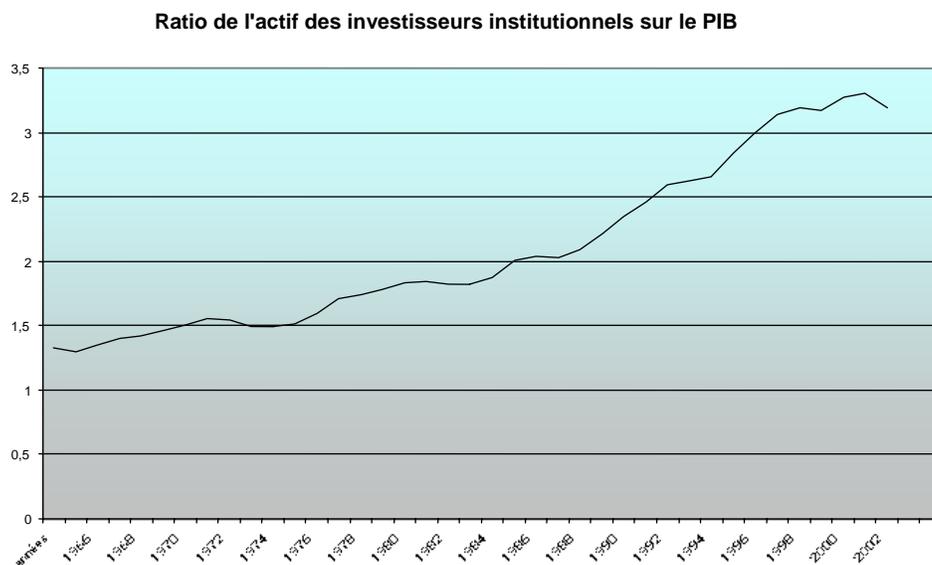


Ces développements de la théorie financière ont permis de créer des titres hybrides en fonction des besoins des utilisateurs de produits financiers. Un titre hybride est un titre « classique » (action, obligation, crédit) auquel on ajoute un produit dérivé (option d'achat, option de vente, option de conversion). La particularité de ces titres hybrides vient du fait qu'ils sont construits sur mesure et ne peuvent donc être échangés sur des marchés organisés. La valeur de ces titres est ainsi particulièrement difficile à déterminer. Ces développements de la finance conduisent à penser qu'il existe désormais un unique marché financier qui va du placement privé dans les PME non cotées en bourse jusqu'à l'assurance de portefeuille pour les investisseurs institutionnels et les fonds d'arbitrage.

La troisième dimension de la financiarisation est l'augmentation de l'intermédiation financière à travers le développement de la gestion déléguée de fonds. L'intermédiation financière consiste à assurer le lien entre les agents qui ont des capacités de financement et les agents qui ont des besoins de financement. Dans une perspective traditionnelle, on distingue l'intermédiation par le marché et l'intermédiation par des institutions financières. Aujourd'hui cette distinction a perdu une grande partie de son intérêt. L'intermédiation mixte, les institutions financières étant les

principaux animateurs des marchés financiers, est devenue la règle. La Figure 5 présente l'évolution du poids des institutions financières dans l'économie canadienne.

**FIGURE 5**  
**L'évolution du poids des investisseurs institutionnels au Canada**



Source : Statistiques Canada

Depuis le début des années 1970, le poids des investisseurs institutionnels a plus que doublé, leur actif représentant aujourd'hui le triple de la valeur du PIB. Les principaux investisseurs institutionnels sont les fonds communs de placement<sup>6</sup>, les fonds d'arbitrage<sup>7</sup>, les fonds de pension<sup>8</sup> et les sociétés d'assurance<sup>9</sup>. À ces quatre acteurs, il faut ajouter une catégorie supplémentaire qui représente les grandes banques généralistes. Une partie des investisseurs institutionnels ne fait pas l'objet d'une catégorisation statistique précise. Ce sont les gestionnaires d'actifs (*asset managers*)<sup>10</sup>. Le secteur de la gestion d'actifs a été multiplié par 5 en 10 ans et représentait en 2004

<sup>6</sup> Les sociétés de fiducie et les fonds mutuels proposent à leurs clients d'investir leur capital à travers une société qui gère un portefeuille collectif d'actifs financiers. Les déposants reçoivent un revenu qui dépend du rendement du portefeuille sur une période donnée. Au Canada, le secteur des sociétés de fonds mutuels gère un actif de 465 milliards de dollars en 2003. Au Québec, parmi les cinq fonds les plus importants (qui représentent 64 pour cent de l'actif du secteur), tous sont la propriété de groupes bancaires.

<sup>7</sup> Les fonds d'arbitrage sont des regroupements d'investisseurs qui ont pour objectif de maximiser le rendement de leur portefeuille en pratiquant des activités d'arbitrage ou de placement sur les marchés financiers. L'estimation de l'importance financière des fonds spéculatifs est très difficile à établir dans la mesure où ils sont souvent enregistrés dans des pays ayant une faible réglementation des activités financières. Le nombre de fonds est évalué à 8 000 dans le monde pour un actif de 1 trillion de dollars (The Economist, 2004 : 68). Au Canada leur nombre est de 150 pour un actif géré d'environ 15 milliards de dollars (Tremblay, 2004).

<sup>8</sup> Les fonds de pension ont pour mission de verser des revenus à leurs cotisants qui ont atteint l'âge de la retraite. Ils doivent donc investir l'argent versé par les cotisants dans des actifs dont le rendement futur permettra le versement des revenus. Au Canada, l'actif géré par les fonds de pension était en 1998 de 437 904 milliards de dollars (OCDE, 2000 : 50).

<sup>9</sup> Les sociétés d'assurance offrent un service d'assurance en investissant les cotisations des assurés dans des actifs financiers.

<sup>10</sup> Il semble que les comptes nationaux les classent dans la catégorie autres institutions financières mais leur classement demeure difficile à effectuer dans la mesure où ils peuvent être l'émanation aussi bien de banques, de compagnies d'assurances que de fonds de pension.

un total de 1,4 trillion de dollars. Ce sont les gestionnaires d'actifs qui sont au cœur des transformations financières de ces dernières années. La Figure 6 recense les principaux gestionnaires d'actifs au Canada.

**FIGURE 6**  
**Les principaux gestionnaires d'actifs au Canada**

---

Gestionnaires d'actifs (2003)	Actif (m\$)
CDP Capital	119750
TD AM Inc	114016
TAL Global AM	55558
RBC AM Inc	41086
Investor Group	40904
Phillips, Hager et North	38078
AIM Trimark Investments	38037
CIBC AM	37591
Jarislowsky, Fraser	33974
Mackenzie Financial Corporation	33590
Barclays Canada	32922
UBS Global AM Canada	28011,3
McLean Budden	22496
Top 40 Total	423707,6

---

Source : Benefits Canada ; Capital Markets Reports

---

La catégorie des gestionnaires d'actifs présente plusieurs particularités au sein des investisseurs institutionnels. Tout d'abord, leur activité porte sur l'ensemble des actifs financiers. Cela va des fonds d'arbitrage aux placements immobiliers en passant par les actions, les obligations et les placements privés. Ce sont donc des généralistes de la finance. Ensuite, leurs mandats de gestion sont la plupart du temps définis par comparaison avec des indices du marché financier. Les placements sont faits à partir d'un portefeuille type et la stratégie dépend de l'écart acceptable par rapport à un indice de référence<sup>11</sup>. La rémunération du gestionnaire est désormais principalement basée sur le montant total des actifs gérés et non plus sur le rendement absolu du portefeuille. Enfin, les gestionnaires d'actifs ont massivement recours au crédit pour améliorer leurs performances financières. La part des emprunts des institutions financières dans l'encours de la dette a doublé de 1996 à 2001 pour représenter 16 pour cent en 2001 (Freedman et Engert, 2003).

Les trois caractéristiques de la financiarisation de l'économie ainsi que l'émergence de nouveaux intermédiaires financiers sont ainsi spécifiques au régime de croissance financier qui s'est mis en place dans les pays occidentaux depuis le milieu des années 1990.

---

<sup>11</sup> Par exemple, une stratégie active sur les actions permet un écart entre 2 et 6 pour cent par rapport à l'indice du marché. Un écart inférieur à 0.25 pour cent correspond à une stratégie passive (Fender, 2003).

## 2. INVESTISSEURS UNIVERSELS PUBLICS ET COMPLÉMENTARITÉS INSTITUTIONNELLES

### 2.1. Le concept d'investisseur universel

En Amérique du Nord, les principaux gestionnaires d'actifs sont des fonds de pension du secteur public. Au Canada et au Québec, les principaux gestionnaires d'actifs financiers sont des fonds de pension du secteur public<sup>12</sup>, le *Canadian Pension Plan Investment Board* (CPPIB) et la Caisse de dépôt et placement du Québec (CDP ou la « Caisse »). Ces investisseurs doivent faire l'objet d'une analyse particulière dans la mesure où leur taille, leur structure et leur statut en font des institutions publiques au service de l'intérêt général (Lévesque et al, 1997). Pour cette raison, nous développons ici la notion d'investisseur universel car elle permet d'exposer les enjeux macroéconomiques de l'activité des investisseurs publics.

Les investisseurs institutionnels publics ne peuvent considérer les placements qu'ils effectuent en fonction uniquement du rendement des différents portefeuilles pris séparément. Cette caractéristique est propre aux investisseurs universels.

*A universal owner is an institutional owner whose holdings are highly diversified and, typically, held long term. The holdings of many institutions are a small but significant cross section of publicly traded stock (and debt) in the economy and, therefore, have the characteristic of representing the entire economy.*

Hawley et Williams, 2000 : 3

L'investisseur universel est un investisseur généraliste au sens où ses placements se font dans une large gamme d'actifs et non pas seulement dans des actifs boursiers qui disposent d'un marché secondaire organisé. L'investisseur universel effectue ses placements dans une perspective de long terme pour améliorer la situation économique de l'ensemble de la population. Enfin, l'investisseur universel détient un portefeuille d'actifs de sorte qu'il constitue un échantillon représentatif de l'ensemble de l'économie.

La définition de l'investisseur universel implique un certain nombre de caractéristiques. La première caractéristique est l'interdépendance entre les deux parties de son bilan. Le caractère diversifié de ses placements influence le niveau de l'activité économique, ce qui a pour effet de modifier le niveau des revenus des travailleurs et des entreprises. Comme au Canada les

---

<sup>12</sup> Le régime de retraite public au Canada est un mélange entre un régime par répartition (environ 80 pour cent des retraites versées) et un régime de capitalisation (20 pour cent). Voir Lizée (2002a).

cotisations au régime de pension sont basées sur les revenus du travail, l'évolution des dépôts dépend de la politique d'investissement du fonds de pension. Ce raisonnement peut ainsi être élargi au cas général de l'investisseur universel dont le niveau des investissements est suffisant pour influencer la croissance économique, et dont les dépôts dépendent du niveau du revenu global (le même raisonnement peut s'appliquer pour les dividendes sur les placements de l'investisseur universel). La seconde caractéristique est le rôle des conditions macroéconomiques dans la détermination du rendement des placements. Dans la mesure où l'investisseur universel détient un échantillon représentatif de l'ensemble des actifs d'une économie donnée, le rendement de son portefeuille va être plus influencé par des facteurs macroéconomiques que par des facteurs sectoriels ou internes aux marchés financiers. Le rendement du portefeuille de l'investisseur universel est ainsi dépendant de paramètres comme le taux de chômage, le niveau d'éducation de la main-d'œuvre, le niveau des infrastructures collectives, etc. L'investisseur universel entretient donc des liens étroits avec les pouvoirs publics (politique industrielle, financement d'infrastructures publiques, achat et vente de titres de la dette publique).

Sur le plan institutionnel, l'investisseur universel a trois types d'activités qui présentent une dimension macroéconomique. Elles sont représentées sur la Figure 7.

**FIGURE 7**  
**Les fonctions institutionnelles de l'investisseur universel**

<i>Fonctions institutionnelles</i>	<i>Activités</i>	<i>Dimensions macroéconomiques</i>
GESTION DE PORTEFEUILLE	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Placements boursiers</li> <li>- Achat et vente de titres de la dette publique</li> <li>- Achat et vente d'actifs non boursiers</li> <li>- Scénarios de croissance et analyse de risque</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Stabilité du prix des actifs financiers</li> <li>- Financement des politiques publiques</li> <li>- Liquidité du portefeuille des autres investisseurs</li> </ul>
GOUVERNANCE DES ENTREPRISES	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Financement des entreprises et ingénierie financière</li> <li>- Politique d'actionnaire</li> <li>- Fusions et acquisitions</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Politique industrielle</li> <li>- Développement local</li> <li>- Politique de recherche et développement</li> </ul>
SECTEUR FINANCIER	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Développement du capital de risque</li> <li>- Innovations financières</li> <li>- Formation des professionnels</li> <li>- Coordination des acteurs financiers (banques, fonds d'investissement, etc.)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Accès aux marchés financiers</li> <li>- Stabilité du secteur financier (prêteur en dernier ressort)</li> <li>- Développement de nouvelles sources de financement</li> <li>- Coordination de la chaîne de l'intermédiation financière.</li> </ul>

La position d'investisseur universel ne présume en rien de l'attitude adoptée par les dirigeants de ce type d'entreprises financières. Les investisseurs institutionnels interviennent dans trois domaines : la stratégie de gestion du portefeuille d'actifs financiers, la gouvernance des entreprises et l'organisation du secteur financier. Dans le premier domaine, on distinguera deux types de pratiques : la stratégie de gestion indicielle et la stratégie de gestion active (Amenc et Le Sourd, 2003). Dans le domaine de la gouvernance d'entreprise, on distinguera aussi deux types de comportement : le premier est centré sur la transparence de l'information et la valeur actionnariale (Lazonick et O'Sullivan, 2000) alors que le second est centré sur l'implication des investisseurs institutionnels dans les choix des entreprises avec une vision de la firme comme un réseau de partenaires (Donaldson et Preston, 1995). Dans le domaine de l'organisation du secteur financier, on distinguera les relations basées sur la délégation de gestion de celle qui favorise les partenariats entre les différents gestionnaires de fonds (Clark, 2000).

Le concept d'investisseur universel permet de prendre en compte la dimension macroéconomique de l'activité des gestionnaires d'actifs du secteur public. Néanmoins, il ne présage pas de la stratégie qu'il va mettre en place pour favoriser les complémentarités entre les fonctions institutionnelles de la gestion de portefeuille, de la gouvernance des entreprises et de l'organisation du secteur financier. Les deux sections suivantes présentent deux stratégies possibles des investisseurs universels. La première stratégie, celle du régime de pension canadien, est fondée sur le rôle exclusif des variables financières pour mesurer la performance des entreprises, des gestionnaires d'actifs et du portefeuille du fonds de pension public. La seconde stratégie, qui est mise en œuvre traditionnellement par la CDP au Québec, repose sur des facteurs industriels pour orienter les décisions des gestionnaires de portefeuilles, pour favoriser les partenariats entre les membres du secteur financier, et pour intervenir dans la gouvernance des entreprises.

## **2.2. Le *Canadian Pension Plan Investment Board***

Le régime public de retraite au Canada fut créé en 1966 sous la forme d'un régime universel (le taux de cotisation était alors fixé à 3,6 pour cent des revenus) et par répartition plutôt que par capitalisation. Le surplus entre la valeur des cotisations et le montant des retraites versées était investi par le gouvernement fédéral sous la forme d'achat d'obligations publiques, émises par les provinces, dont la rémunération était similaire au taux d'intérêt sur les bons du trésor canadiens. En 1997, le *Canadian Pension Plan Investment Board* fut créé lorsque le gouvernement décida qu'une proportion de vingt pour cent du montant des retraites versées à partir de 2017 devait être financée à partir du capital accumulé. La gestion de la réserve fut confiée au CPPIB. L'actif de cette société de la couronne était de 70,5 milliards de dollars en 2004 et il est prévu qu'il soit de 190 milliards en 2014. L'actuaire de la société a déterminé que pour assurer la solvabilité du régime de retraite, il était nécessaire de rentabiliser les fonds déposés à un taux réel de 4 pour cent.

Le mandat assigné au CPPIB est « d'investir les actifs dans l'intérêt des déposants et des bénéficiaires des retraites ainsi que de rechercher le rendement le plus élevé sans prendre des risques inconsidérés, tenant compte de facteurs qui pourraient affecter le financement des retraites et sa capacité de rencontrer ses obligations financières » (CPPIB, 2004, traduction personnelle). Bien que le CPPIB se présente comme un fiduciaire ayant des contraintes similaires aux gestionnaires d'actifs du secteur privé, son caractère public lui confère une dimension particulière. En effet, l'intérêt des déposants se confond dans le cas présent avec l'intérêt général dans la mesure où la plupart des Canadiens en âge de travailler cotise au régime de retraite. Le CPPIB fait face à une double mission ou un double mandat : obtenir un rendement sur les actifs défini par l'actuaire du régime de retraite et favoriser la croissance économique pour augmenter le niveau des revenus du travail qui forment la base des cotisations au régime (Lizée, 2002b).

Pour mettre en œuvre sa mission, le CPPIB est doté d'une structure organisationnelle particulière qui repose sur une participation importante du secteur privé. Les membres du conseil d'administration sont nommés par le gouvernement sur la base de leurs compétences professionnelles. Ainsi, les membres du conseil sont tous, à une exception près, d'anciens employés de grands gestionnaires d'actifs au Canada ou dirigeant des firmes dans ce secteur. Certains ont travaillé auprès de banques canadiennes (CIBC, Merrill Lynch ou la Banque Royale) ou pour des compagnies d'assurance (Industrial Alliance). L'équipe dirigeante a aussi été recrutée principalement parmi des gestionnaires d'actifs du secteur privé (CIBC, UBS, Goldman Sachs, Banque de Montréal ou encore Barclays). L'équipe dirigeante peut s'appuyer sur 13 firmes privées de conseils avec lesquelles elle a créé des partenariats pour bénéficier de conseils juridiques et de conseils pour la gestion de l'information. Des partenariats existent aussi pour la gestion active des fonds du CPPIB. Les partenaires sont les firmes Barclays Global Investors, Connor, Clark et Lunn, Goldman Sachs AM, Russel, State Street Corporation et UBS Global AM et Enterprise Capital. Le développement de la gestion financière de la réserve constituée pour financer les retraites publiques s'appuie donc sur des gestionnaires d'actifs privés qui sont pour la plupart des filiales de gestionnaires d'actifs étrangers.

La Figure 8 décrit les principales caractéristiques de la politique de gestion mise en place par la société de la couronne.

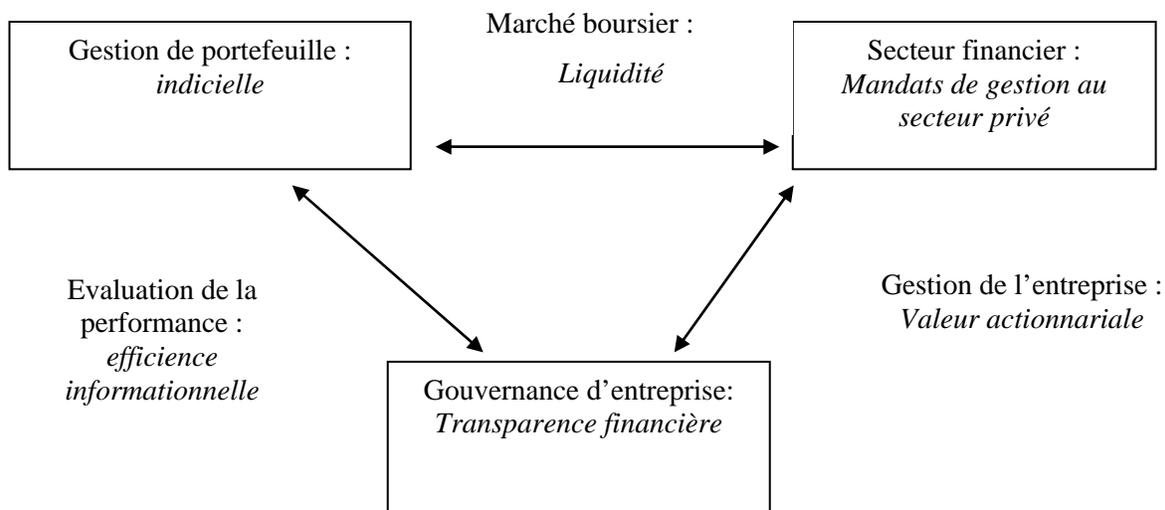
**FIGURE 8**  
**La politique de gestion du CPPIB**

Répartition de l'actif (en pourcentage)	<b>96 Actuel (2004) :</b>		<b>1. Objectif (à terme) :</b>	
	Revenus fixes :	54	Revenus fixes :	35
	Actions :	4,5	Actions :	58
	Placements privés :	0,5	Placements privés :	4
	Revenus réels :	1	Revenus réels :	3
Stratégie de placements	<b>Revenus fixes :</b>	<b>Actions :</b>	<b>Placements privés :</b>	<b>Revenus réels :</b>
	Réduction du risque du portefeuille	Gestion déléguée indicielle avec une part de gestion déléguée active pour accroître le rendement	Gestion déléguée avec un objectif de rendement	Constitution d'un portefeuille stable et achats à court terme pour augmenter le rendement
Gouvernance d'entreprise	<b>Passive :</b> transparence des résultats, valorisation des actions à long terme et indépendance entre le conseil d'administration et l'équipe dirigeante			
Développement local	« <i>Our legislation specifically prohibits us from engaging in any investment activities other than maximizing investment returns without undue risk of loss. Consequently, we do not select or exclude investments through the application of positive or negative screens based upon religious, social, economic, political, or personal criteria, or any other non-investment criteria.</i> » (CPPIB, <a href="http://www.cppib.ca/how/social/index.html">http://www.cppib.ca/how/social/index.html</a> , visité le 20 février 2005)			
Investissement socialement responsable	« <i>As that policy [ISR] enunciates, we expect companies to be responsible corporate citizens. They should care about, and be sensitive to, the concerns of their employees, customers, suppliers, and community neighbours.</i> » (CPPIB, 2004, Proxy Voting Principles and Guidelines, February 11).			

La politique de gestion des fonds du CPPIB repose sur le rôle des variables boursières et financières dans les domaines de la gestion de portefeuille, de la gouvernance des entreprises et du financement des entreprises locales non cotées sur le marché boursier. À terme, le fonds compte obtenir des rendements en détenant principalement des actions d'entreprises cotées sur le marché financier. Dans le domaine de la gestion de portefeuille, sa stratégie repose pour une grande part sur une stratégie indicielle. Cette stratégie a pour fondement le concept d'efficacité des marchés financiers qui interdit d'obtenir un rendement supérieur à l'indice de référence. De plus, les stratégies pour chaque portefeuille sont définies à partir du rendement de l'indice de référence, laissant penser que l'équipe de direction ne cherche pas à tenir compte des interdépendances entre les portefeuilles. Dans le domaine de la gouvernance d'entreprise, le CPPIB adopte une position passive qui consiste à favoriser la transparence de l'information et à éviter les conflits d'intérêt entre les actionnaires, les créanciers et la direction des entreprises dans lesquelles elle investit. Le but est d'améliorer le lien entre les informations financières transmises par les entreprises et le cours des actions sur le marché boursier. Par ailleurs, le CPPIB encourage les entreprises à adopter un comportement citoyen, mais ne tient pas compte de critères non financiers dans sa stratégie de placements.

La structure institutionnelle du CPPIB ainsi que sa politique de gestion des actifs favorise l'émergence de complémentarités institutionnelles spécifiques au modèle libéral de marché. La Figure 9 décrit les principales complémentarités qui existent entre les différents domaines décrits plus haut.

**FIGURE 9**  
**Les complémentarités stratégiques du CPPIB**



En mettant exclusivement l'accent sur l'évaluation de la performance à partir de critères financiers, le CPPIB favorise l'émergence de complémentarités institutionnelles entre ses différentes sphères d'activité. La gestion indicielle du portefeuille du fonds de pension favorise le développement de partenariats avec le secteur privé des gestionnaires d'actifs dont les performances sont évaluées par comparaison avec les indices boursiers, le CPPIB se servant des mêmes outils pour déterminer sa politique de placements dans les différents portefeuilles. Ces deux éléments contribuent à la liquidité du marché boursier (marché secondaire des titres). Un marché boursier liquide permet en retour d'acheter et de vendre les titres de l'indice sans que cela ne provoque une volatilité accrue du prix des titres. La gestion indicielle de portefeuille encourage aussi l'adoption d'une position passive dans le domaine de la gouvernance d'entreprise. Le fonds de pension n'intervient pas dans les décisions stratégiques des entreprises et ne tient pas un rôle actif dans les conseils d'administration ou lors des assemblées d'actionnaires. Son action se borne à favoriser la transparence des informations financières pour qu'elles reflètent le plus fidèlement possible la situation financière de l'entreprise et à favoriser le versement de dividendes aux actionnaires. La complémentarité entre la gestion indicielle des actifs et la gouvernance d'entreprise fondée sur la valeur actionnariale s'explique par la nécessité d'une efficacité accrue de l'information financière pour évaluer la performance des entreprises sur le marché boursier. La gestion indicielle s'accompagne d'une gestion du risque qui suppose une faible volatilité non anticipée du prix des actifs. Le rôle prépondérant des indices boursiers pour évaluer la performance des différents portefeuilles d'actifs accroît aussi les bénéfices d'une attitude passive dans le domaine de la gouvernance. En effet, pour les grands gestionnaires d'actifs, la valeur des actions dépend des dividendes versés aux actionnaires, soit directement, soit à travers des politiques de rachat d'actions. Le développement d'un secteur privé important dans le domaine financier augmente la concurrence entre les gestionnaires et réduit leur horizon temporel de placement. Ils demandent donc que les critères financiers soient remplis rapidement par les entreprises. Les gestionnaires du secteur financier choisissent de manifester leur désaccord face aux décisions des dirigeants d'entreprises par la vente de titres plutôt que par la concertation avec les membres du conseil d'administration. Le modèle de l'entreprise comme actif financier décrit par Baudru et Morin (1999) émerge ainsi des complémentarités qui existent entre le secteur financier et la gouvernance d'entreprise dans le cadre du modèle libéral de marché.

En décidant de mettre en place un fonds de pension structuré sur le modèle du secteur privé, le gouvernement fédéral permet ainsi au secteur privé des gestionnaires d'actifs de trouver un soutien financier à partir de l'épargne publique et aux entreprises d'accéder à plus de capitaux dès lors qu'elles sont à même de répondre aux critères financiers établis par les investisseurs institutionnels. Cela nous conduit à évoquer deux faiblesses de cette stratégie qui supporte le modèle libéral. Tout d'abord, les entreprises qui ne répondent pas aux critères financiers établis par les gestionnaires d'actifs ne peuvent trouver un espace de développement dans ce modèle. Elles doivent alors soit sortir de la sphère économique marchande, soit avoir recours à des organismes publics pour assurer leur développement. Ensuite, la gestion financière et de court terme des entreprises conduit les acteurs collectifs (syndicats, représentants de consommateurs ou

élus locaux) à favoriser le rapport de force au détriment de la concertation sociale compte tenu de l'incertitude qui pèse sur les décisions futures de l'entreprise<sup>13</sup>.

### 2.3. La Caisse de dépôt et placement du Québec

L'originalité de la Caisse dans le paysage financier nord américain provient en grande partie du double mandat qui lui a été assigné lors de sa création en 1965 : assurer la stabilité de la valeur des dépôts et soutenir le développement économique du Québec<sup>14</sup>. L'idée d'un double mandat est présentée par le Premier ministre de l'époque, Jean Lesage, lors d'un discours, préparé par J. Parizeau, en deuxième lecture à l'assemblée législative du Québec, le 9 juin 1965. L'inscription formelle du double mandat dans la loi a été faite le 15 décembre 2004. La formulation du double mandat 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.

Gouvernement du Québec, 2004

Le double mandat de la Caisse définit donc une philosophie de gestion mais ne donne pas de règles précises de placement, laissant ainsi aux dirigeants une grande latitude d'interprétation. Ainsi depuis sa création, la Caisse a suivi des politiques de gestion parfois très différentes (Pelletier, 2002).

La mise en œuvre du double mandat telle qu'elle apparaît dans la loi sur la Caisse votée en 1965 comporte trois dimensions. Une première dimension concerne les liens avec les pouvoirs publics. Le Premier ministre de l'époque précisait que l'un des principes « qu'il faut établir est celui de la coordination des opérations de la Caisse et de la politique générale de l'État » (Lesage, 1965, cité dans Pelletier, 1988 : 294). La Caisse est sur le plan légal un mandataire de l'État et non un fiduciaire. Le lien avec les pouvoirs publics est assuré à travers la nomination du président de la Caisse pour une période de 10 ans. Il ne peut être révoqué que par l'Assemblée nationale. Les déposants doivent être des organismes publics ou des personnes morales dans lesquels l'État détient au moins la moitié des actions à droit de vote. En 2003, les régimes de retraites publics représentaient 83,6 et les assurances 16,4 pour cent des dépôts. Enfin, deux membres du conseil

<sup>13</sup> Certains économistes pensent même qu'aujourd'hui le salaire devrait inclure une prime de risque beaucoup plus importante. Voir Coletti, Morin et Pineault (2005).

<sup>14</sup> La définition d'un double mandat le plus large possible résultait d'une volonté délibérée de la part de ses concepteurs. Cela permettait d'éviter de couper le mandat en deux missions distinctes ou séparées, conduisant ainsi à réduire la seconde partie du mandat à la fourniture de services collectifs spécifiques ou à la cantonner dans des investissements spécifiques qui risquaient de représenter une faible proportion de l'actif de la CDP.

d'administration doivent être des fonctionnaires. La seconde dimension porte sur les liens avec les acteurs sociaux. La composition du conseil d'administration de la Caisse visait à réunir des acteurs collectifs de la société québécoise qui étaient impliqués dans le développement économique de la province.

En somme le conseil d'administration servira de lieu de rencontre à des points de vue très différents mais qui sont tous essentiels. [...] 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

Le conseil d'administration regroupait ainsi le président de la Caisse, les déposants, les pouvoirs publics, les principaux emprunteurs et des représentants des centrales syndicales<sup>15</sup>. Le lien avec la société québécoise était aussi assuré par la nécessité pour au moins les trois quarts des membres du conseil d'administration de résider au Québec. La troisième dimension concerne la politique de placement. La loi imposait volontairement des contraintes larges pour permettre à la Caisse de s'adapter aux besoins financiers des emprunteurs. La Caisse pouvait détenir aussi bien des obligations (publiques ou privées), des actions, des créances hypothécaires ou des unités de fonds indexés. La principale contrainte stipulait que la part des actions et des fonds indexés dans le portefeuille de la Caisse ne devait pas dépasser 70 pour cent de l'actif. De plus, la Caisse ne pouvait détenir plus de 30 pour cent des actions d'une même personne morale (sauf dans les secteurs de l'immobilier, des ressources naturelles, du capital de risque, de la titrisation d'actifs et des services financiers). Dans la loi votée en 1965, il était précisé que la politique de placement « doit être compatible avec les pratiques des principaux fonds de pension nord-américains et « doit tenir compte des besoins de financement du secteur public et du développement économique québécois » (article 36.2). Les liens avec la société québécoise se retrouvent aussi dans le choix des dirigeants. Depuis sa création, la Caisse a souvent été considérée comme l'université de la finance au Québec (Duschene, 2001). Encore aujourd'hui, les membres de la direction sont presque tous issus du secteur financier francophone (le Mouvement Desjardins, la Banque Nationale et la Banque Laurentienne).

---

<sup>15</sup> Dans la loi de 1965, le conseil d'administration regroupait ainsi onze membres : le président de la Caisse, le président de la Régie des rentes du Québec, deux fonctionnaires, un représentant des associations de salariés et trois représentants des principaux emprunteurs (le ministère des finances, Hydro-Québec et la commission municipale du Québec). Ces derniers n'ont cependant pas de droit de vote dans la mesure où ils pouvaient se trouver en situations de conflit d'intérêt. C'est pour la même raison qu'aucune personne ayant des intérêts dans le commerce des valeurs mobilières ne pouvait siéger au conseil d'administration.

La Figure 10 illustre l'évolution de l'importance de la Caisse dans l'économie du Québec.

**FIGURE 10**  
**La taille de la Caisse dans l'économie québécoise**

---

*Pourcentage de l'actif de la CDP  
dans le PIB au Québec*

---

1985	20,54
1995	27,05
2003	40,48

---

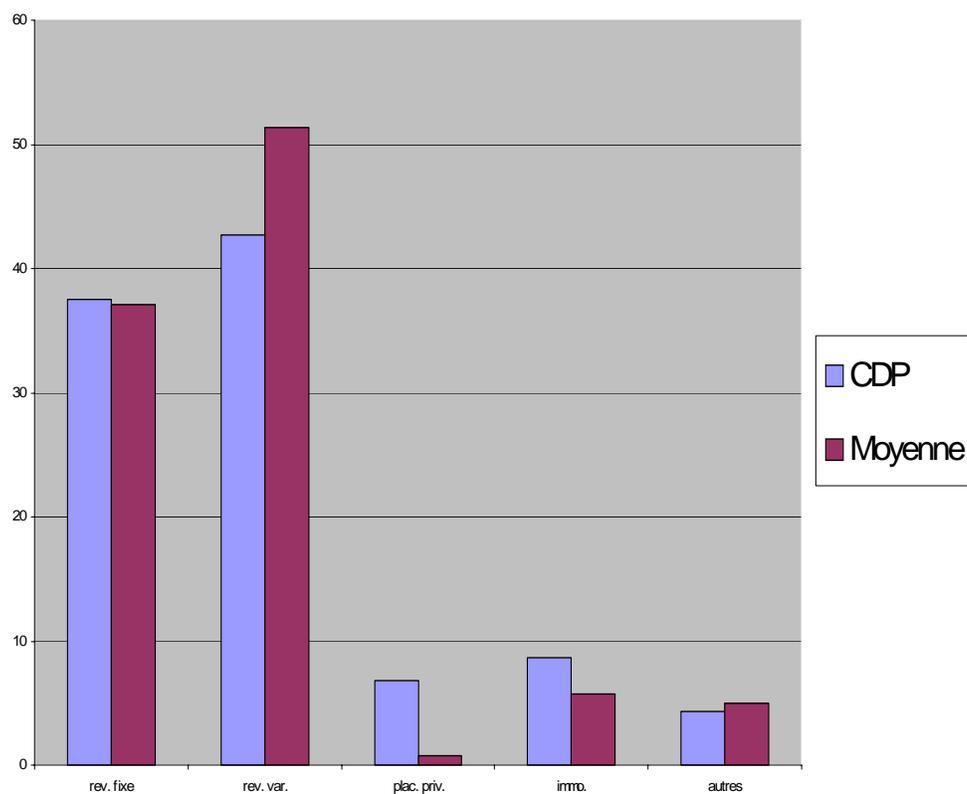
En l'espace de presque vingt ans, de 1985 à 2003 la taille de l'actif de la Caisse dans le PIB du Québec a doublé passant de 20 pour cent à 40 pour cent. La Caisse gère des fonds publics mais peut aussi gérer des fonds confiés par des mandataires privés. Par ailleurs, elle détient un portefeuille diversifié tant au point de vue du types d'actifs (actions, obligations, etc.) que des secteurs d'activité. La politique de gestion développée par la Caisse repose sur l'analyse des liens entre les variables financières et non financières. Il s'agit donc d'identifier les secteurs et les entreprises qui connaîtront une forte croissance dans l'avenir. La Figure 11 expose les caractéristiques de la politique de gestion mise en place par la Caisse.

**FIGURE 11**  
**La politique de gestion de la CDP**

Répartition de l'actif (en pourcentage)	Revenus fixes :	38,6		
	Actions publiques :	42,7		
	Placements privés :	6,8		
	Revenus réels :	8,7		
Stratégie de placements	<b>Revenus fixes :</b> Approche fondamentale	<b>Actions :</b> Approche fondamentale pour les titres canadiens et recherche de gains en capital à court terme pour les actions américaines	<b>Placements privés :</b> Approche fondamentale	<b>Revenus réels :</b> Approche patrimoniale et valorisation à court terme
Régie d'entreprise	« Comme investisseur, la Caisse a généralement un horizon de placement à moyen et à long terme. La Caisse entend donc, dans les limites des droits qui lui sont conférés, veiller et contribuer à la rentabilité des entreprises dans lesquelles elle investit. Cette contribution se veut constructive en visant, au premier chef, un objectif commun, soit le succès des entreprises et par voie de conséquence, l'optimisation du rendement financier et la sécurité des capitaux des investisseurs. » (CDP, 1998)			
Développement local	En somme, la Caisse ne doit pas seulement être envisagée comme un fonds de placement au même titre que tous les autres, mais comme un instrument de croissance, un levier plus puissant que tous ceux qu'on a eus dans cette province jusqu'à maintenant (Lesage, 1965, cité dans Pelletier, 1988 : 292)			
Investissement socialement responsable	« Les gestionnaires de portefeuilles de la Caisse doivent intégrer de façon systématique mais souple les principes énoncés dans la politique sur l'investissement socialement responsable. Le bilan social des entreprises doit faire partie des considérations dans les décisions d'investissement. Ils doivent s'informer sur le comportement social des entreprises, sur leurs pratiques en matière environnementale, de relations de travail, d'implication et d'intégration dans les communautés locales dans lesquelles elles exercent leurs activités ainsi que sur les politiques adoptées par les entreprises. » (CDP, 2005)			

Dans le domaine de la gestion de portefeuille, la Caisse privilégie moins les placements en actions. Ainsi elle détient une proportion importante d'obligations, notamment du secteur public, de placements privés et de titres à revenus réels (voir la Figure 12).

**FIGURE 12**  
**L'Asset Mix de la CDP et de la moyenne des fonds de pension au Canada**

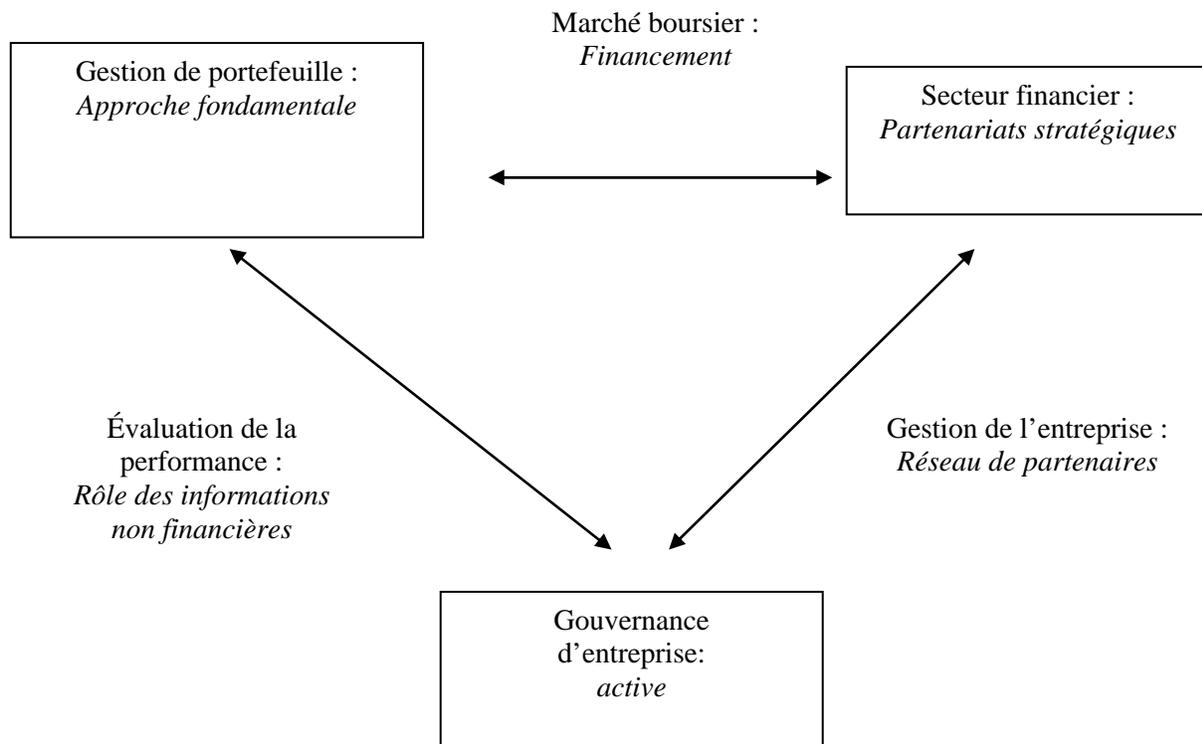


Source : CDP et Benefits Canada (2003).

Si elle évalue les performances des placements à l'aide de comparaisons avec les indices de référence, elle a adopté un modèle d'évaluation de la valeur anticipée des titres fondé sur une approche fondamentale qui privilégie les informations non financières de nature macroéconomiques et industrielles. Cette approche repose sur le constat que l'efficience informationnelle accrue des marchés financiers limite les occasions de gains reposants sur le « *market timing* ». Les changements importants du cours des titres des entreprises s'expliquent soit par les stratégies industrielles mises en œuvre, soit par des événements macroéconomiques. Dans cette perspective, la Caisse a créé récemment un département spécifiquement consacré à l'analyse économique. Dans le domaine de la gouvernance d'entreprise, la Caisse a souvent eu un comportement actif, demandant un poste au conseil d'administration des sociétés dans lesquelles elle investit, ou favorisant la création d'un réseau de partenaires pour aider à la mise en œuvre des stratégies de développement de l'entreprise. C'est dans cet esprit que la Caisse a récemment pris position sur la question de l'investissement socialement responsable en favorisant la prise en compte d'informations non financières pour évaluer et orienter les décisions d'investissement. Dans ses relations avec le secteur financier au Québec, la Caisse a privilégié la mise en place de partenariats basés sur des projets communs visant à développer des compétences non présentes dans la province ou à soutenir le développement de nouveaux acteurs comme les fonds d'investissement de travailleurs par exemple.

La structure institutionnelle de la CDP ainsi que sa politique de gestion favorise l'émergence de complémentarités institutionnelles spécifiques au modèle stratégique de marché décrit dans la section 1. La Figure 13 décrit les principales complémentarités qui existent entre les différentes sphères d'activité de la Caisse.

**FIGURE 13**  
**Les complémentarités stratégiques de la CDP**



Une première source de complémentarités institutionnelles vient de la relation entre le secteur financier et la gestion de portefeuille. Le choix de privilégier une évaluation du prix des actifs financiers basée sur les fondamentaux augmente l'intérêt pour la Caisse de développer des partenariats stratégiques avec les autres acteurs du secteur financier pour soutenir le développement des entreprises. Ce faisant, elle peut assurer le financement d'entreprises et le développement de secteurs d'activités dont elle a pu identifier la valeur anticipée à partir de l'analyse économique effectuée par l'institution. En retour, l'implication du secteur financier dans des projets communs réduit l'incertitude sur l'évolution future du prix des titres des entreprises cotées en bourse qui veulent émettre des actions ou modifier leur structure d'endettement. Ainsi, ces deux éléments contribuent à faire du marché boursier une source de financement pour les entreprises. Une seconde source de complémentarités institutionnelles vient des relations entre le secteur financier et le mode de gouvernance des entreprises. Dans la mesure où la Caisse participe à des projets communs avec d'autres acteurs du secteur financier, elle a intérêt à être présente dans les conseils d'administration et à participer aux décisions stratégiques des entreprises. En effet, les informations financières et boursières reflètent imparfaitement la situation des entreprises, la

valeur de ces dernières étant plus influencée par les réseaux de contacts entre les dirigeants, les actionnaires, les créanciers et les syndicats. En retour, la gouvernance active de la Caisse lui permet d'obtenir des informations privilégiées sur les partenariats possibles avec d'autres acteurs du secteur financier. Une dernière source de complémentarités institutionnelles concerne les interactions entre la gestion de portefeuille et la gouvernance des entreprises. La stratégie de gestion de portefeuille active décrite ici demande au gestionnaire de détenir des informations non financières sur les perspectives de croissance des entreprises dont il détient les titres. En effet, cette approche de gestion suppose que le prix de marché ne reflète pas la valeur anticipée des titres des entreprises, notamment du fait de la déconnexion entre les informations financières et les informations liées à l'activité industrielle. Il existe donc pour le gestionnaire d'actif un intérêt à conserver les titres lorsque l'impact, sur le prix des titres, des stratégies des entreprises se manifeste à long terme. La présence active de l'investisseur dans les instances dirigeantes des entreprises offre un support indispensable à sa stratégie de placements. Il n'est donc pas surprenant de voir des investisseurs qui ont adopté une approche similaire à celle de la Caisse (CalPERS ou la Caisse des dépôts et consignations en France) être parmi les fers de lance de l'investissement socialement responsable et du développement durable, deux approches qui mettent l'emphase sur les informations non financières.

En décidant de créer un fonds de pension public doté d'un double mandat, le gouvernement provincial du Québec voulait ainsi constituer une institution à même de favoriser la coordination entre les acteurs du modèle québécois de développement. Cependant, deux facteurs peuvent remettre en cause le modèle de développement. Tout d'abord, la Caisse doit être en mesure d'identifier et d'analyser les caractéristiques et le potentiel de croissance à long terme des secteurs et des entreprises dans lesquels elle décide d'investir. Cette capacité de prévision est de plus en plus difficile à mettre en œuvre dès lors qu'augmentent les interdépendances entre les secteurs et entre les zones commerciales. Les grandes entreprises québécoises sont aujourd'hui des multinationales dont l'activité industrielle se situe sur plusieurs continents. Du côté financier, la concurrence d'investisseurs institutionnels internationaux rend plus complexe la construction de partenariats stratégiques avec les autres acteurs du secteur financier. Ensuite, le modèle québécois de développement dont la Caisse est le pilier financier, suppose un soutien important de la part de l'État et des acteurs collectifs. Or, ces derniers ont un mode de légitimation différent du secteur financier dans la mesure où la participation des acteurs collectifs repose sur une base démocratique qui s'appuie sur le débat public, créant ainsi un conflit potentiel entre les deux modes de légitimation.



## CONCLUSION

Sur le plan théorique, nous avons cherché à développer deux concepts : celui de **complémentarité institutionnelle** et celui d'**investisseur universel**. Ces deux concepts sont utiles pour la recherche de nouveaux fondements à l'existence d'entreprises publiques ayant une double mission de rentabilité économique et de promotion de l'intérêt général. Ce type d'entreprises pose de nombreuses difficultés sur le plan intellectuel car elles demandent de penser en même temps à un niveau local pour analyser la nature de ses activités et au plan global pour comprendre comment elle participe à la formation de complémentarités institutionnelles. Ces dernières renouvellent l'analyse des entreprises publiques car sa raison d'être n'est plus seulement attachée à la production de biens publics ou à la redistribution de ressources mais aussi à la coordination des acteurs privés dans le sens de l'intérêt général. Ce travail débouche naturellement sur la réaffirmation de l'importance du système public des retraites. L'enjeu de la réforme des retraites porte moins sur le choix entre un système par répartition et un système par capitalisation que sur le choix entre une gestion privée ou une gestion publique des sommes consacrées au financement des retraites. Ce caractère public s'incarne dans une triple ambition : une structure de gouvernance démocratique des fonds collectés, une gestion collective de ces fonds et une stratégie de financement qui assure la cohésion sociale entre le secteur financier et le secteur productif.

Sur le plan épistémologique, le travail sur les investisseurs universels dans le cas du Canada a permis de montrer qu'il est difficile d'établir une distinction tranchée entre l'État et le marché comme mode de régulation de l'activité économique. Le marché est une construction sociale dans laquelle les pouvoirs publics jouent un rôle structurant important. De même, l'État peut être traversé par des courants idéologiques favorables à une large régulation privée de l'activité économique. Il ne faut donc pas opposer ces deux formes de coordination de l'activité, mais plutôt penser leurs interactions. Ce cadre de pensée a des conséquences importantes pour l'analyse des modèles de développement dans la mesure où il rejette l'idée de la convergence des économies occidentales vers un modèle unique sélectionné sur la base d'un critère d'efficacité. Ce travail sur les investisseurs universels a aussi pour conséquence de suggérer une redéfinition du couple rendement–risque qui structure la stratégie de placement des gestionnaires d'actifs. Le rendement d'un actif peut être séparé en deux composantes : une composante « spécifique » qui dépend de facteurs propres à l'actif considéré (structure de marché, spécificités techniques ou organisationnelle, etc.) ; Une composante « générale » influencée par des facteurs macroéconomiques communs à l'ensemble des actifs. Le risque lié à la détention d'un actif se trouve, lui aussi, redéfini. Il faut distinguer le risque qui dépend de la volatilité non anticipée par rapport à un indice de référence du risque et le risque comme incertitude sur la mise en œuvre de projets industriels qui demande des efforts de coordinations entre plusieurs acteurs. La remise en cause de la séparation traditionnelle entre l'État et le marché a ainsi des conséquences aussi bien au plan global pour la structuration des modèles de développement qu'au plan local pour analyser les conditions de l'activité des acteurs collectifs.

Sur le plan politique, la mise en évidence de deux stratégies des investisseurs universels au Canada ne doit pas conduire à penser qu'ils n'évoluent pas. Au contraire, la tendance actuelle est à un rapprochement entre la CDP et le CPPIB, le premier voulant se rapprocher du second. Dans le domaine des placements privés par exemple, la Caisse développe la délégation de gestion à des gestionnaires spécialisés canadiens ou étrangers mais sans qu'il ne se dégage une politique de développement clairement identifiable. Dans le domaine de la gestion de portefeuille, les dirigeants de la Caisse semblent vouloir adopter une gestion passive pour la majorité du portefeuille de titres. Dans le domaine de la gouvernance d'entreprises, la Caisse tend à se retirer des conseils d'administration des grandes sociétés québécoises. Enfin, ses liens avec la collectivité ont été largement coupés suite à la nouvelle loi sur la Caisse. Le conseil d'administration perd son caractère « social », ses membres étant nommés sur la base uniquement de leurs compétences et non plus sur la base de leur statut d'acteurs collectifs. De plus, La Caisse n'a plus pour mission première de financer les projets du secteur public. Les réformes entreprises depuis la chute de la bulle financière liée au secteur des nouvelles technologies semblent indiquer que le pilier financier de Québec Inc. fera désormais la promotion du modèle de développement libéral. Cependant, tout au long de notre étude nous avons tenté de montrer que ce mouvement n'avait rien d'inéluctable et qu'il existait une autre stratégie de développement pour cet acteur au coeur du modèle québécois de développement.

## BIBLIOGRAPHIE

- ALBERT, M. 1993. *Capitalism against Capitalism*, London : Whurr.
- ALLEN, F. et D. GALE. 2000. *Comparing Financial Systems*, Cambridge, MA : MIT Press.
- AMABLE, B. 2003. *The Diversity of Modern Capitalism*, Oxford: Oxford University Press.
- AMENC, N. et V. LE SOURD. 2003. *Théorie du Portefeuille et Analyse de sa Performance*, Paris : Economica.
- BOUBEL, A. et F. PANSARD. 2004. *Les investisseurs institutionnels*, Paris : La découverte.
- BOYER, R. 1986. *La théorie de la régulation : une analyse critique*, Paris : La Découverte.
- BARRO, R. 1987. *Macroeconomics*, New York : John Wiley.
- BAUDRU, D et F. MORIN. 1999. « Gestion institutionnelle et crise financière, une gestion spéculative du risque », dans Conseil d'Analyse Economique, *Architecture financière internationale*, Paris : La documentation française, p. 151-171.
- BELANGER, Y. 1998. *Québec Inc., à la croisée des chemins*, Montréal, Hurtubise.
- BLACK, F. 1976. « The Pricing of Commodity Contracts », *Journal of Financial Economics*, 3, March : 167-179.
- BLACK, F. et J. C. COX. 1976. « Valuing Corporate Securities : Some Effects of Bond Indenture Provisions », *Journal Finance*, 31(2) : 361-67.
- BLACK, F. et M. SCHOLES. 1973. « The Pricing of Options and Corporate Liabilities », *Journal of Political Economy*, 81, May-June : 637-54.
- BOURQUE, G. L. 2000. *Le modèle québécois de développement, de l'émergence au renouvellement*, Sainte-Foy : Presses de l'Université du Québec.
- BOYER, R. 2000. « Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism ? A preliminary analysis », *Economy and Society*, 29 (1) : 111-45.
- CDP. 1998. *Régie d'entreprise. Politique et sommaires des principes régissant l'exercice du droit de vote de la Caisse de dépôt et placement du Québec*, disponible à l'adresse : <http://www.lacaisse.com/media/regieinterne.pdf>.
- CDP. 2005. *Politique sur l'Investissement responsable*, disponible à l'adresse : [http://www.lacaisse.com/media/Politique\\_ISR\\_fr.pdf](http://www.lacaisse.com/media/Politique_ISR_fr.pdf)

- CLARK, G. 2000. *Pension Fund Capitalism*. Oxford : Oxford University Press.
- COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM. 2003. *Incentive structures in institutional asset management and their implications for financial markets*, Bank for International Settlements, Basel, March.
- COLETTI, G., F. MORIN, et E.PINEAULT. 2005. « Économie politique de la financiarisation », communication présentée au *ESEMKWP3 Workshop*, Manchester, 16 février 2005.
- COOPER, R. 1999. *Coordination Games : Complementarities and Macroeconomics*, Cambridge : Cambridge University Press.
- CRIST, W. D. et J.C. LE DUIGOU. 2002. *Les fonds de pension*, Grasset, Paris.
- CUNNINGHAM, R. 2004. « Trade Credit and Credit Rationing in Canadian Firms », *Banque du Canada*, Document de travail 2004-49, décembre, 38 pages.
- DAVIES, E. P. 2003. « Pension funds and European financial markets », *Berichte and Studien 2003/2*, *Austrian National Bank*.
- DAVIES, E. P. et B. STEIL. 2001. *Institutional Investors*, Cambridge: MIT Press.
- DONALDSON, T. et L.E. PRESTON. 1995. « The Stakeholder Theory of the Corporation : Concepts, Evidence and Implications », *Academy Management Review*, 20 (1), p. 65-91.
- DUSCHENE, P. 2001. *Jacques Parizeau, biographie- tome I: Le croisé*, Montréal : Québec/Amérique.
- FENDER, I. 2003. « Institutional asset managers : industry trends, incentives and implications for market efficiency », *BIS Quarterly Review*, septembre.
- FREEDMAN, C. et W. ENGERT. 2003. « L'évolution financière au Canada : tendances passées et défis futurs », *Revue de la banque du Canada*, Été : 3-18.
- HAAS, F. 2003. « Vers un [ continuum de marchés ] ? Modèles structurels et interactions entre marché de crédit et d'actions ». Banque de France, *Revue de Stabilité Financière*, juin : 80-97.
- HALL, P. et SOSKICE, D. 2001. eds. *Varieties of Capitalism, the Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford : Oxford University Press.
- HALL, P. et GINGERISH, D. 2002. « Institutional Complementarities and Varieties of Capitalism : An Empirical Analysis », texte présenté au *International Seminar on Institutional Complementarities and Dynamics of Economic Systems*, Paris, 5 et 6 avril, 2002. Texte disponible à l'adresse suivante : <http://www.jourdan.ens.fr/~amable/comple/papiers/Peter%20Hall.pdf>.

- HAWLEY, J. P. et A. T. WILLIAMS. 2000. *The Rise of Fiduciary Capitalism, How Institutional Investors Can Make Corporate America More Democratic*, Philadelphia : University of Pennsylvania Press.
- HOLLINGSWORTH, J. R. et R. BOYER. 1997. eds. *Contemporary Capitalism, The Embeddedness of Institutions*. Cambridge : Cambridge University Press.
- LAZONICK, W. et M. O'Sullivan. 2000. « Maximizing shareholder value : a new ideology for corporate governance », *Economy and Society*, 29 (1), février, p. 13-35.
- LÉVESQUE, B. 2003. « Vers un modèle québécois de seconde génération ? », in M. Venne, ed, *Justice, Démocratie et Prospérité, L'avenir du modèle québécois*, Montréal : Québec Amérique : 49-69.
- LÉVESQUE, B. 2001. « Le modèle québécois : un horizon théorique pour la recherche, une porte d'entrée pour un projet de société ? », Cahiers du CRISES, Collection Études théoriques, no ET0105, avril, 34 pages.
- LÉVESQUE, B., M.-C. MALO et R. ROUZIER. 1997. « La Caisse de dépôt et placement du Québec et le Mouvement des caisses populaires et d'économie Desjardins : deux institutions financières, une même convergence vers l'intérêt général ? », Cahiers du CRISES, Collection Études théoriques, no ET9703, 24 pages.
- LIZÉE, M. 2002a. « Canadian Pension Funds and Active Ownership – An overview », *Center for Working Capital Working Paper*, no. 6, 24 pages.
- LIZÉE, M. 2002b. « Radiographie d'un système », *Relations*, mars, p. 12-17.
- MACDONALD, J. 2004. « Top forty money managers of 2004 », *Benefits Canada*, May.
- MERTON, R. 1974. « On the Pricing of Corporate Debt : The Risk Structure of Interest Rates », *Journal of Finance*, 29 : 449-470.
- MILGROM, P. et J. ROBERTS. 1992. *Economics, Organization and Management*, Prentice-Hall.
- MINISTÈRE DES FINANCES. 2005. *Canada's Securities Industry, Canada's Financial Service Sector*, janvier, 11 pages.
- NORTH, D. 1990. « Institutions », *Journal of Economic Perspectives*, 5 (1), p. 97-112.
- OCDE. 2000. *Institutional investors : statistical yearbook*, Paris : Organisation de coopération et de développement économique.
- PELLETIER, M. 2002. *Dix milliards par jour : comment la Caisse de dépôt et placement du Québec est devenue une puissance mondiale de l'investissement*, Outremont : Carte blanche.

- PELLETIER, M. 1988. *La machine à milliards : l'histoire de la Caisse de dépôt et placement du Québec*, Montréal, Québec/Amérique.
- PÉNIN, J. 2003. « Endogénéisation des externalités de recherche : le rôle de la capacité d'émission des connaissances », *Revue d'Économie Industrielle*, vol. 102, p. 7-28.
- RUBINSTEIN, M. and H. E. LELAND. 1981. « Replicating Options With Positions in Stock and Cash », *Financial Analysts Journal*, July-August : 63-72.
- TOPKIS, D. M. 1998. *Supermodality and Complementarity*, Princeton : Princeton University Press.
- TREMBLAY, M. 2004. « Portrait of the Canadian Hedge Fund Industry », *Financial System Review*, décembre : 41-44.
- TRIGEORGIS, L. 1993. *Real Options in Capital Investments, Models, Strategies and Applications*, Westport, PraegerPublishers.
- WILLIAMSON, O. 1985. *The Economic Institutions of Capitalism*, New York