



**L'OFFICE  
D'INVESTISSEMENT  
DU RPC**

**“Des conditions gagnantes pour favoriser et attirer l’investissement à long terme”**

**Conférence donnée à la Chambre de commerce Canada-Royaume-Uni**

**David Denison**

**Président et chef de la direction, Office d’investissement du RPC**

**Londres, le 15 mai 2012**

**SEUL LE TEXTE PRONONCÉ FAIT FOI**

## INTRODUCTION

Bon après-midi, mesdames et messieurs. Je remercie [nom] pour son aimable présentation.

J'ai toujours du plaisir à revenir à Londres, ville où j'ai vécu et travaillé en 1987 et 1988, juste après le « big bang » des changements à la réglementation des services financiers. Depuis, l'importance de Londres à titre de capitale financière n'a fait que grandir, plus que toute autre ville; ici, vous entendez battre le cœur de l'économie mondiale.

Je retrouve au Royaume-Uni de nombreux repères qui me sont très familiers en tant que Canadien. Les liens historiques qui unissent le Canada au Royaume-Uni et au Commonwealth demeurent solides aujourd'hui. Nos systèmes et institutions sont le miroir de notre histoire commune, nos liens culturels et commerciaux sont plus forts que jamais. Mon lieu de travail ici à Portman Square constitue même pour moi un second bureau principal, que nous avons conçu un peu à l'image de celui de Toronto et je m'y sens comme chez moi, sauf pour la vue magnifique des courts de tennis.

C'est particulièrement exaltant de voir Londres se refaire une beauté en vue des Jeux olympiques de cet été. La ville profite de plusieurs retombées des Jeux, entre autres la mise en valeur de **Westfield Stratford City**, un complexe de commerces de détail d'envergure adjacent au village olympique, au stade et au centre aquatique dont nous sommes en partie propriétaires. Malheureusement, cela n'a pas suffi à me procurer un billet pour la finale du 100 mètres ou pour un des grands matchs de football...

Une autre facette de votre pays que j'ai toujours appréciée est votre habileté à jouer avec les mots. Je pense au récent article du magazine *The Economist* qui qualifiait les caisses de retraite canadiennes de « **révolutionnaires érable** ». Je suis plutôt d'accord que nous sommes révolutionnaires, mais non dans la tradition de l'historique « tea party » américain, et certainement pas en ce qui touche un des produits d'exportation les plus populaires du Canada, le sirop d'érable!

Si l'Office d'investissement du RPC voulait faire une révolution, elle porterait vraiment sur la façon de penser et d'agir des décideurs publics et des

investisseurs qui, nous le constatons à regret, est dominée par le court terme. Pour plusieurs en politique et en investissement, le long terme correspond à un horizon de 12 à 24 mois, alors que nous avons cruellement besoin de personnes qui prennent des décisions dans un horizon de 10 ans, 20 ans ou plus afin de s'occuper des problèmes auxquels nous sommes confrontés aujourd'hui. Je crois fermement que la réflexion à long terme fait partie intégrante du fonctionnement de l'Office d'investissement du RPC depuis sa création et représente effectivement un de nos principaux avantages structurels en tant qu'investisseur.

## **À PROPOS DE L'OFFICE D'INVESTISSEMENT DU RÉGIME DE PENSIONS DU CANADA**

J'aimerais d'abord vous présenter de l'information de base et faire une mise en contexte sur l'Office d'investissement du Régime de pensions du Canada (l'Office). L'organisme a été créé en 1999 pour gérer l'actif du Régime de pensions du Canada, qui est un régime de pension à prestations déterminées, national et à participation obligatoire. Le RPC procure une épargne-retraite et un revenu de retraite à environ 18 millions de cotisants et bénéficiaires canadiens. Ce régime est purement contributif en ce sens qu'il ne concerne pas les recettes fiscales générales; l'actif appartient aux cotisants et est rigoureusement distinct des comptes de l'État, et aucun gouvernement n'agit comme promoteur du régime.

Le mandat de notre organisme est clair et singulier, soit de « procurer un taux de rendement maximal sans risques de perte indus ». Nous disons que ce mandat en est un d'« investissement seulement », parce que nous sommes autorisés à prendre en compte des critères d'investissement seulement dans nos activités. Nos opérations sont soumises à un modèle de gouvernance distinct et hautement efficace, de sorte que nous exerçons nos activités sans lien de dépendance avec le gouvernement, mais en rendant rigoureusement des comptes au public et en respectant les normes de transparence les plus élevées.

L'Office détient un actif d'environ 160 milliards de dollars canadiens qui devrait atteindre plus de 300 milliards de dollars au cours de la prochaine décennie, ce qui en fait un des fonds d'investissement à la croissance la plus rapide au monde. Il est important de souligner qu'en cette époque où des régimes de pension d'État sans capitalisation ou sous-capitalisés constituent des facteurs

déterminants du déséquilibre budgétaire qui affligent tant de pays dans le monde entier, y compris la sécurité sociale aux États-Unis, l'actuaire en chef du Canada a récemment déclaré que le RPC tel qu'il est maintenant constitué était viable durant les 75 années visées par son rapport.

Nous sommes un organisme d'investissement mondial, à l'affût d'occasions qui procureront à notre caisse de retraite des rendements intéressants corrigés du risque dans tous les principaux pays développés et émergents de la planète. Cette perspective mondiale nous a incités à ouvrir un bureau à Londres en 2008. Ce bureau compte maintenant 40 employés et nous prévoyons accroître notre effectif durant les prochaines années. L'Office détient un portefeuille de placement considérable en Grande-Bretagne, ayant des participations en actions et en titres à revenu fixe dans plusieurs sociétés publiques et privées, une participation dans le projet de promotion immobilière de Victoria Circle ici à Londres, un portefeuille d'immeubles à bureau dans le West End, des centres commerciaux à Canterbury et en Écosse, en plus du complexe Westfield Stratford City que j'ai mentionné plus tôt; nous sommes aussi présents dans le secteur des infrastructures, possédant des participations importantes dans Anglian Water et Arqiva, les fournisseurs d'infrastructures dominants en télédiffusion et en communication au Royaume-Uni.

Ainsi, une part importante de l'actif actuel de 160 milliards de dollars de la caisse de retraite du RPC est investie au Royaume-Uni. Dans notre réflexion sur la manière d'investir l'actif de la caisse qui doublera d'ici dix ans, nous sommes particulièrement encouragés par la volonté du gouvernement britannique d'explorer comment les caisses de retraite et les autres investisseurs pourraient participer à des projets d'infrastructures au Royaume-Uni. Dans un discours qu'il a prononcé en mars, le premier ministre Cameron a fait état du défi que représentait le financement de la construction, l'entretien et l'exploitation de projets qui, de par leur nature, sont de grande envergure, complexes et à long terme, dans un contexte de fortes contraintes budgétaires et d'une dette publique énorme. Les besoins dans ce pays sont effectivement très importants; le soi-disant manque de fonds pour financer les infrastructures au Royaume-Uni s'élève à quelque 500 milliards £. D'autres pays sont aux prises avec de tels manques de fonds; les projets d'infrastructures nécessaires totalisent 100 milliards de dollars au Canada et selon des estimations, ils atteignent quelque 2,2 billions de dollars aux États-Unis.

M. Cameron a parlé de « tirer pleinement avantage du dynamisme du marché » pour financer des projets d'infrastructures. Nous sommes d'accord que dans les conditions appropriées, les capitaux privés peuvent jouer un rôle crucial pour la construction, l'entretien et la croissance de ces types d'actifs.

Compte tenu de la concurrence mondiale pour attirer des capitaux à long terme, le Royaume-Uni et les autres pays du monde doivent se demander comment à la fois élargir la provenance et augmenter le nombre de fournisseurs de ces capitaux, puis les convaincre d'investir dans leurs marchés.

## **INVESTISSEMENT À LONG TERME**

Avant d'examiner des réponses possibles à ces questions, il serait bon de préciser ce qu'on entend exactement par investissement long terme, puis de décrire l'état d'esprit nécessaire à la mise en œuvre d'une stratégie d'investissement à long terme. Comme je l'ai mentionné précédemment, je parle d'investissements faits dans un horizon non pas d'années, mais de plusieurs décennies, par des investisseurs moins préoccupés par la liquidité ou les fluctuations à court terme des cours des actifs, mais qui se concentrent plutôt sur le concept de la valeur intrinsèque, de revenus stables et de rendements corrigés du risque à long terme. Ils doivent pouvoir soutenir leurs actifs en y consacrant une attention continue, en plus d'être disposés à faire des investissements additionnels pour maintenir la capacité productive des actifs qu'ils détiennent. Ces investisseurs peuvent aussi servir de force compensatoire pour la majorité des autres investisseurs sur le marché, mus par un modèle d'affaires qui les incite à prendre des décisions de plus en plus à court terme; leur présence est particulièrement utile lors des périodes de tension sur les marchés, de même que dans des domaines comme la gouvernance, qui nécessitent une perspective à long terme.

Nous estimons que la liste des organismes d'investissement qui ont un horizon de placement à long terme est en fait assez courte; dans le passé, elle comprenait sûrement les régimes de retraite; les fonds souverains; certaines fondations et certains fonds de dotation; des conglomérats familiaux qui appliquent une gestion transgénérationnelle; et une partie des portefeuilles de placement des compagnies d'assurance-vie appariés avec le passif à long terme. À cet égard, les décideurs publics doivent veiller à ne pas prendre de décisions qui, involontairement, réduiraient l'offre des capitaux à long terme; c'est

particulièrement vrai dans le cas des caisses de retraite et des compagnies d'assurance-vie.

## **LES CAISSES DE RETRAITE EN TANT QU'INVESTISSEURS À LONG TERME**

Revenons maintenant à la volonté exprimée par le premier ministre Cameron de voir les caisses de retraite britanniques investir dans des projets d'infrastructures dans ce pays, ce qui, en raison de la nature de ces projets, exige qu'elles se comportent comme des investisseurs à long terme.

L'article « **Maple Revolutionaries** », qui a paru dans *The Economist* et auquel j'ai fait référence plus tôt, avait pour objet d'examiner les raisons pour lesquelles les caisses de retraite du Canada – non seulement l'Office, mais aussi le RREO, OMERS et la Caisse de dépôt – peuvent agir comme des investisseurs à long terme avertis et ainsi changer le paysage des placements.

Voici certaines des caractéristiques communes aux caisses de retraite canadiennes citées dans l'article :

- Elles sont toutes liées à des régimes de retraite à prestations déterminées ayant d'importants passifs à long terme, ce qui favorise les placements à long terme. Dans le cas de l'Office, nous gérons les obligations de la caisse de retraite sur un horizon multigénérationnel.
- Elles sont de grande taille, même dans un contexte mondial, ce qui a une incidence. Bien que nous soyons la plus importante, avec un actif de 160 milliards de dollars, il en existe plusieurs autres dont l'actif dépasse les 100 milliards ou s'en approche.
- Elles ont toutes un solide modèle de gouvernance, comprenant généralement un conseil d'administration professionnel dégagé de tout intérêt particulier de parties prenantes susceptible d'entrer en conflit avec les objectifs de placement. Une gouvernance solide et avisée nous paraît absolument essentielle afin d'avoir le goût du risque et la conviction nécessaires pour investir à long terme.
- Elles ont toutes bâti de grandes et solides équipes internes de placement et de soutien; toujours dans le cas de l'Office, nous comptons plus de

825 employés chevronnés dans nos bureaux de Toronto, de Londres et de Hong Kong. L'analyse et la négociation de placements dans les domaines des infrastructures ou de l'immobilier nécessitent un ensemble de compétences très différentes de celles exigées pour acheter des obligations sur des marchés publics ou investir par l'entremise de gestionnaires externes. Internaliser des programmes de placements, plutôt que de payer des honoraires à des gestionnaires externes, peut aussi présenter d'intéressants avantages sur le plan des coûts.

- Toutes les caisses de retraite ont des systèmes de rémunération fondés sur le marché dont les échelles de salaire, bien qu'elles ne soient pas les plus élevées dans le secteur des services financiers, sont suffisamment concurrentielles pour que nous puissions attirer des personnes talentueuses sur un marché mondial très concurrentiel.

Comme d'autres l'ont aussi observé, ces caractéristiques ne sont pas aussi apparentes chez les caisses de retraite du Royaume-Uni, ni d'ailleurs chez celles de la plupart des autres pays du monde.

- Au Royaume-Uni, les régimes à prestations déterminées ont été inexorablement remplacés par des régimes à cotisations déterminées. Cette évolution est attribuable à plusieurs raisons, mais l'augmentation de la réglementation a certainement joué un rôle. Les nouvelles exigences de solvabilité proposées pour les régimes de retraite européens, si elles étaient appliquées, accéléreraient vraisemblablement l'abandon des régimes à prestations déterminées et réduiraient fortement la capacité des régimes à prestations déterminées restants à investir dans des catégories comme les infrastructures. Les régimes à cotisations déterminées, en raison même de leur conception et de leur nature, ne constituent pas une source de capitaux à long terme. J'aimerais aussi signaler que le nouveau système de régime de retraite NEST qui entre en vigueur cette année au Royaume-Uni, bien qu'il soit une initiative louable, est également une forme de régime à cotisations déterminées et n'accroîtra donc pas les capitaux à long terme dans ce pays.
- La taille actuelle des caisses de retraite au Royaume-Uni pose également des difficultés. Il existe quelques régimes qui, comme l'USS, ont une taille raisonnablement grande, mais, seulement dans le secteur public, il existe

plus de 100 régimes de retraite distincts ayant en moyenne un actif de 1,5 milliards de livres. De nombreux regroupements seraient nécessaires afin d'avoir un nombre beaucoup plus petit de régimes ayant une taille suffisante pour se comporter comme des investisseurs à long terme. Les caisses de retraite dont la taille est insuffisante peuvent difficilement présenter les autres caractéristiques essentielles à leur réussite, notamment une solide gouvernance professionnelle, des capacités internes de pointe ainsi que des politiques et pratiques correspondantes en matière de ressources humaines.

En plus d'encourager les caisses de retraite à agir comme des investisseurs à long terme et à investir dans les infrastructures, le gouvernement britannique devrait également, selon nous, régler certaines questions afin de leur permettre de le faire, notamment :

- en veillant à ce que l'accroissement de la réglementation ne conduise pas à l'élimination des régimes à prestations déterminées existants ou ne contraigne indûment leurs activités de placement;
- en encourageant le regroupement de régimes de petite taille afin de créer des caisses de retraite dotées d'une taille suffisante;
- en adoptant des modèles de gouvernance qui permettent aux caisses de retraite d'exercer leurs activités en tant qu'organisme de placement évolué ayant des capacités internes correspondantes.

## **ATTIRER LES CAPITAUX À LONG TERME**

Selon ma prémisse que la demande mondiale de capitaux à long terme à investir dans les infrastructures est supérieure à l'offre, il est également important que les gouvernements mettent en place un cadre politique pour attirer ces capitaux limités.

Sous cet aspect, le Royaume-Uni est déjà en très bonne position sur la scène mondiale.

Le pays possède une longue expérience dans la propriété privée d'infrastructures cruciales, comme des ports, des chemins de fer, des aéroports ainsi que des

réseaux de distribution d'eau, de gaz naturel et d'électricité. Cette décision politique cruciale a déjà été prise, y compris en ce qui concerne l'autorisation de la propriété étrangère, tandis que de nombreux pays sont encore en train d'en débattre sur le plan philosophique.

De plus, le Royaume-Uni a mis sur pied des organismes réglementaires appropriés pour surveiller les activités de ces entreprises d'infrastructure, et ces organismes ont institué des processus rationnels et transparents afin d'établir les tarifs et les normes de qualité.

Le système juridique du Royaume-Uni est exceptionnellement solide en ce qui a trait à l'application des droits et des obligations contractuels. Cela est extrêmement important pour des actifs à long terme comme les infrastructures et c'est certainement loin d'être le cas dans de nombreux autres pays.

Enfin, le traitement fiscal des rendements générés par les placements dans les infrastructures est cohérent et équitable au Royaume-Uni depuis longtemps.

De notre point de vue d'investisseur mondial, le Royaume-Uni, l'Australie et le Chili nous paraissent les pays ayant les cadres réglementaires, juridiques et fiscaux les plus complets, les plus stables et les plus intéressants en ce qui a trait aux placements dans les infrastructures.

Ainsi, bien qu'il ne soit pas encore certain qu'un nombre élevé de caisses de retraite britanniques investiront dans des actifs d'infrastructures de ce pays, je peux vous confirmer que l'Office et d'autres organismes ayant notre orientation et nos capacités seront des acheteurs intéressés si le gouvernement britannique augmente l'offre d'actifs d'infrastructures privés.

J'aimerais cependant faire une mise en garde aux décideurs publics du Royaume-Uni et des autres pays.

Je voudrais souligner que des caisses de retraite comme l'Office n'investissent pas dans les infrastructures simplement par goût – nous le faisons pour gagner des rendements corrigés du risque intéressants à long terme pour les 18 millions de Canadiens dont nous gérons les actifs de retraite.

Avant de nous engager à détenir un actif pendant 20, 40 ou 60 ans, nous évaluons soigneusement tous les risques qui y sont associés, y compris les risques politiques, réglementaires et fiscaux auxquels nous pourrions faire face au cours de ces périodes.

En cette période de restrictions budgétaires et de hausses des impôts directs et indirects, nous sommes de plus en plus préoccupés par l'augmentation possible de certains des risques associés à la propriété d'infrastructures. Par exemple, on peut facilement envisager un processus d'établissement des tarifs réglementaires devenant politisé, plutôt que d'être objectif et équitable. Il pourrait en être de même avec l'impôt – de fait, le budget australien déposé la semaine dernière a doublé nos charges fiscales à l'égard de nos placements immobiliers et en infrastructures dans ce pays.

Si nous concluons que les risques dans l'un ou l'autre pays sont devenus suffisamment importants pour remettre en question la prévisibilité et la stabilité des flux de trésorerie sur lesquelles sont fondées les décisions de placement dans les infrastructures, notre réaction sera très rapide et rationnelle : nous cesserons tout simplement d'investir dans ce pays.

## **CONCLUSION**

Je conclurai en vous répétant que je suis fermement convaincu de l'importance des capitaux et des placements à long terme, non seulement pour la propriété d'actifs à long terme comme les infrastructures, mais aussi pour la solidité des marchés des capitaux et des structures de gouvernance à l'échelle mondiale.

Il existe peu d'organismes dont les modèles et les mandats de placement sont établis en fonction d'un horizon à long terme. Les sociétés d'assurance vie et les régimes de retraite à prestations déterminées font partie de ce groupe. Toutefois, les décideurs publics devraient évaluer soigneusement l'incidence des structures et des réglementations actuelles, et celles qui sont proposées, sur la capacité de ces organismes à continuer d'avoir une orientation à long terme.

Dans un cadre adéquat, les infrastructures, en particulier ici au Royaume-Uni, peuvent constituer une catégorie d'actif intéressante pour des caisses de retraite comme l'Office. Toutefois, les infrastructures ne sont pas une catégorie d'actif essentielle pour un investisseur, bien qu'elles soient cruciales pour la société. Si

les décideurs publics prennent des décisions qui réduisent la prévisibilité et la certitude des rendements futurs des placements dans les infrastructures, l'Office et les autres institutions semblables éviteront cette catégorie d'actif. Étant donné les importants déficits d'infrastructures auxquels les pays font face partout dans le monde, cela serait malheureux pour tous.