

Commentaires des caisses de retraite canadiennes au sujet du rapport de l'OCDE sur les grands principes du financement à long terme des investissements par les investisseurs institutionnels

Merci de nous donner la possibilité de commenter le projet de l'OCDE sur les principes du financement à long terme des investissements par les investisseurs institutionnels. Les signataires de ces commentaires représentent six caisses de retraite canadiennes, qui gèrent un actif de plus de 700 milliards de dollars et comptent 24 millions de participants. Tous les signataires ont des obligations à long terme et possèdent une vaste expérience dans le domaine du financement à long terme des investissements.

Pour commencer, il faut mentionner qu'il existe de nombreux projets dans le monde dont le but est de faire coïncider les objectifs des investisseurs à long terme et ceux des autorités publiques (OCDE, ONU, UE, IFI, etc.) et que cet effort concerté devrait se traduire par une cohérence des conseils formulés à l'intention des autorités et de meilleurs résultats dans l'ensemble.

Malgré les avantages de l'investissement à long terme, les gouvernements, les organismes de réglementation, les investisseurs et les autres intervenants n'adopteront pas une approche à long terme tant que les cadres de référence appropriés ne seront pas en place. L'OCDE a fait un travail formidable en reconnaissant l'importance de l'investissement à long terme pour la réalisation des objectifs des investisseurs institutionnels et pour l'intérêt public. Bravo également à l'OCDE pour avoir compris que les enjeux environnementaux, sociaux et relatifs à la gouvernance constituent des risques à long terme susceptibles de nuire aux portefeuilles des investisseurs institutionnels. Nous appuyons les objectifs généraux de ces principes (aider les décideurs à concevoir un cadre de référence qui encouragera les investisseurs institutionnels à investir à long terme). Toutefois, dans l'ensemble, nous estimons que ces principes comptent trop sur la réglementation pour la promotion de l'investissement à long terme. Comme nous l'indiquons ci-dessous, et nous souhaitons le souligner, nous sommes convaincus que la promotion du principe de la personne prudente, appliqué à la gestion de l'actif dans le but de satisfaire aux obligations d'un régime, saura mieux éliminer les obstacles qui freinent l'investissement à long terme qu'un renforcement de la réglementation.

Il est possible d'investir à long terme de plusieurs façons, notamment 1) en investissant à long terme dans des actifs privés, comme les infrastructures et les biens immobiliers, dans le but d'obtenir des flux de trésorerie stables pour atténuer les risques associés aux obligations; 2) en misant sur la valeur ou sur les placements contra-cycliques, c'est-à-dire en investissant sur les marchés publics et privés, qui peuvent amortir les chocs en vue d'atténuer les valorisations boursières extrêmes (à la hausse comme à la baisse); 3) en investissant dans des sociétés ouvertes ou fermées dans le but d'encourager la création de valeur à long terme en collaboration avec le conseil d'administration ou l'équipe de direction. Ces trois méthodes peuvent profiter aux investisseurs et à la société dans son ensemble et seront désignées dans le présent document par le terme « investissement à long terme ». Le projet de l'OCDE pourrait préciser plus clairement à quelle approche les différents principes s'appliquent, afin de faire coïncider les objectifs de placement et ceux des politiques publiques.

Nous souhaitons également souligner le fait que les gouvernements doivent reconnaître que la responsabilité fiduciaire des investisseurs institutionnels est envers leurs participants ou bénéficiaires. Nous appuyons les objectifs des politiques publiques, tels que la stabilité financière et la création d'emplois, car la réalisation de ces objectifs se traduit par des conditions de placement et un contexte macroéconomique plus stables. Toutefois, les décisions des investisseurs institutionnels doivent être fondées sur le rendement et le risque, et sur les objectifs et le mandat de placement de chaque investisseur. Cela dit, nous pensons qu'il est possible de mettre en place un cadre de référence afin de mieux faire correspondre les objectifs des politiques publiques et les besoins des investisseurs à long terme.

Nous proposons que l'OCDE, pour éviter d'être trop normative, définisse quelques grands principes et fournisse des lignes directrices sur l'application de ces principes par les décideurs, les organismes de réglementation et les investisseurs qui tiennent compte de leurs circonstances et objectifs respectifs.

Commentaires des caisses de retraite canadiennes au sujet du rapport de l'OCDE sur les grands principes du financement à long terme des investissements par les investisseurs institutionnels

Pour les besoins des présents commentaires, nous avons classé les conditions préalables à l'investissement à long terme en deux grandes catégories :

1. Préoccupation relative à l'investisseur : l'accent mis sur la réglementation et les politiques pour promouvoir l'investissement à long terme
2. Préoccupation relative à l'investissement : promouvoir et faciliter des conditions favorables à l'investissement à long terme

1. Préoccupation relative à l'investisseur : l'accent mis sur la réglementation et les politiques pour promouvoir l'investissement à long terme.

Pour promouvoir l'investissement à long terme, nous pensons que les principes doivent aborder la question des réglementations et des politiques dans quatre domaines :

j) Mettre l'accent sur des structures de gouvernance saines, fondées sur le principe de la personne prudente

Plusieurs des principes présentés dans le projet de l'OCDE font référence à la supervision et à la surveillance des investisseurs et des placements par les autorités compétentes. Pour les caisses de retraite, nous supposons qu'il s'agit d'un conseil d'administration ou d'un groupe de fiduciaires (ou des conseils d'administration d'organismes dont nous gérons l'actif).

Nous émettons des réserves quant à une dépendance excessive à l'égard des règlements et politiques visant à limiter les risques ou à encourager la prise de risques, surtout dans le cas de l'investissement à long terme. De telles politiques sont souvent élaborées sans que soit prise en compte la diversité des objectifs de placement des investisseurs institutionnels. Les investissements eux-mêmes sont souvent assortis de risques qui leur sont propres. Les organismes de réglementation et les décideurs devraient mettre l'accent sur la nécessité de disposer de pratiques et ressources solides en matière de gestion du risque, tout en encourageant la mise en œuvre de solides pratiques de gouvernance, au niveau de l'investisseur et au niveau de l'investissement (la société ou l'actif). La promotion du principe de la personne prudente, appliqué à la gestion des actifs dans le but de satisfaire aux obligations d'un régime, saura mieux éliminer les obstacles qui freinent l'investissement à long terme qu'un renforcement de la réglementation.

Le rôle du conseil est d'établir des politiques d'investissement à long terme qui répondent aux objectifs de placement et à la tolérance au risque du régime. Il devrait se concentrer sur la gouvernance, la surveillance du risque et la supervision, ainsi que sur l'examen de la stratégie de placement et du rendement des investissements. Les décisions de placement devraient être déléguées à des gestionnaires qualifiés (internes ou externes) qui possèdent une connaissance plus détaillée des actifs et des marchés. Le conseil devrait établir des politiques de rémunération qui correspondent aux objectifs de placement à long terme et visent à attirer et à fidéliser des gestionnaires de placement qualifiés.

L'alignement de la rémunération pour les investissements à long terme représente tout un défi. C'est pourquoi la rémunération fondée sur le rendement devrait établir un équilibre approprié entre le court terme et le long terme. De plus, les responsables des programmes de rémunération doivent réfléchir aux primes de rendement qu'ils créent. Par exemple, les gestionnaires de fonds traditionnels d'actions de sociétés fermées et d'infrastructures reçoivent une rémunération fondée sur les rendements réalisés. Cela les incite à vendre des actifs (surtout les plus performants) plus rapidement que les investisseurs dont le système de rémunération est aligné sur l'horizon de placement à long terme et fondé sur les rendements annuels à la valeur de marché (ce qui comporte ses propres défis).

Commentaires des caisses de retraite canadiennes au sujet du rapport de l'OCDE sur les grands principes du financement à long terme des investissements par les investisseurs institutionnels

ii) Réduire au minimum l'écart entre les exigences de solvabilité et les objectifs de placement à long terme

Les politiques et les règlements devraient viser un équilibre entre les exigences de solvabilité ou de déclaration, où la valorisation est déterminée en fonction de la valeur marchande actuelle, et les avantages économiques des investissements qui doivent être conservés à long terme, indépendamment de la situation sur les marchés. Par exemple, l'information à court terme déclarée aux autorités réglementaires en vue d'évaluer la suffisance de la capitalisation peuvent donner trop d'importance aux prises de décisions à court terme et à la gestion des risques à court terme, au détriment des placements susceptibles d'être rentables à long terme. Par contre, il faut tout de même s'assurer que les obligations sont satisfaites à court et à long terme. Il est évident que plus l'écart est grand entre l'actif et les obligations, plus il est difficile d'investir à long terme. Les politiques visant à réduire cet écart au minimum doivent aller de pair avec les politiques visant à promouvoir l'investissement à long terme.

Dans la mesure du possible, les principes devraient proposer des méthodes de valorisation viables lorsque les conditions de marché sont difficiles. Par exemple, les valorisations pourraient prendre en compte à la fois l'horizon de placement et les conditions de marché actuelles pour atténuer la nature foncièrement cyclique des exigences de solvabilité (la valeur marchande ne devrait pas être systématiquement définie en termes de la liquidation de tous les actifs d'une institution donnée). Par conséquent, le recours à une seule méthode de valorisation axée sur la valeur marchande n'est peut-être pas indiqué. D'un autre côté, si le risque systématique n'est pas pris en compte (réserves de capital inadéquates), cela peut donner lieu à un risque systémique et à des crises par la suite.

iii) Réduire les barrières existantes à l'accroissement des investissements à long terme

Plutôt que d'imposer de nouveaux règlements ou politiques, il est important de déterminer en premier lieu s'il existe des obstacles empêchant les marchés d'allouer les capitaux de manière efficace et, dans l'affirmative, de les éliminer. Par exemple, il faudrait abolir les restrictions qui empêchent les caisses de retraite d'exercer pleinement leur droits de vote, en tant qu'actionnaires, pour l'élection des administrateurs des sociétés ouvertes et fermées. Un autre exemple : la limite quantitative interdisant aux caisses de retraite d'investir plus de 10% de leur actif net dans les valeurs mobilières émises par un gouvernement stable. L'application des règles de prudence entraînerait la diversification appropriée de ces titres par une seule caisse de retraite. Une fois encore, plutôt qu'une approche quantitative généralisée s'appuyant sur la réglementation, l'application du principe de la personne prudente encouragera le recours à des politiques appropriées qui respectent les particularités de chaque investisseur.

iv) Avoir une vue globale des règlements en tenant compte des éventuelles conséquences indésirables

Les règlements qui visent à limiter un seul risque peuvent exacerber ou créer d'autres risques ou avoir des conséquences indésirables. Par exemple, le règlement Solvabilité II, élaboré pour atténuer le risque systémique à la suite de la crise du crédit de 2008, risque de rendre moins attrayants les actifs stables (comme les infrastructures), étant donné le capital-risque nécessaire pour investir dans ces actifs. Les règles de Bâle III compliquent, elles aussi, le financement à long terme des investissements. Le resserrement des exigences de capital-risque rend plus difficile l'octroi de prêts à long terme pour les banques, alors que de nombreux investissements (comme les infrastructures) sont, par nature, assortis d'un horizon à très long terme. La disparité de financement qui en résulte expose l'investisseur à un risque de financement indu.

2. Préoccupation relative à l'investissement : promouvoir et faciliter des conditions favorables pour l'investissement à long terme

Pour stimuler l'investissement à long terme, les décideurs et les organismes de réglementation peuvent également créer des conditions favorables pour les investisseurs institutionnels, de trois façons :

i) En augmentant la certitude des flux de trésorerie réels après impôt sur l'horizon de placement

Commentaires des caisses de retraite canadiennes au sujet du rapport de l'OCDE sur les grands principes du financement à long terme des investissements par les investisseurs institutionnels

Il est souhaitable que les règlements et les politiques soient stables et uniformes d'un territoire à l'autre, pour permettre aux investisseurs de prendre des décisions de placement à long terme en toute confiance. Les cadres de référence qui encouragent l'application uniforme des règles qui existent au moment de la décision de placement augmentent la certitude relative aux flux de trésorerie réels après impôt, ce qui réduit les exigences de rendement des investisseurs institutionnels. Par exemple, la modification des taux d'imposition ou des pratiques administratives et des exigences réglementaires (comme la réglementation des services publics et de l'énergie renouvelable) augmente le risque et l'incertitude associés aux placements. Il faut que les investisseurs puissent s'appuyer sur la règle de droit, en particulier pour les investissements internationaux. Dans le domaine des infrastructures, de nombreux investissements s'apparentent, pour l'essentiel, à des contrats à long terme. Le risque qu'un gouvernement modifie les paramètres économiques des contrats établis devra être rémunéré par un rendement supérieur.

Les décideurs et les organismes de réglementation doivent veiller à ce que le rendement des infrastructures comporte, pour l'actionnaire, des caractéristiques de protection contre l'inflation afin d'accroître la certitude des rendements réels.

ii) En veillant à ce que l'offre soit suffisante sur le marché des investissements à long terme, en particulier celui des obligations indexées sur l'inflation

Pour les investisseurs institutionnels qui ont des obligations indexées sur l'inflation (p. ex. certaines caisses de retraite), une augmentation des émissions d'obligations gouvernementales à long terme indexées sur l'inflation serait avantageuse. Le fait de détenir davantage d'obligations indexées sur l'inflation améliore la capacité des investisseurs à gérer les risques de non-appariement de l'actif et des obligations, ce qui leur permet d'accroître leurs placements à long terme. De plus, l'augmentation des émissions d'obligations à long terme indexées sur l'inflation montrerait qu'un gouvernement tient à maîtriser l'inflation.

iii) En mettant au point des structures de placement qui améliorent la transparence et la liquidité

Pour rendre les infrastructures plus attrayantes, les gouvernements devraient réfléchir aux parties les mieux placées pour assumer les différents types de risques associés aux investissements à long terme. Par exemple, de nombreux pays manquent cruellement d'investissements dans de nouvelles infrastructures, mais il s'agit là des investissements les plus difficiles pour certains investisseurs institutionnels (p. ex. les caisses de retraite), surtout dans les pays émergents. Les risques (obtention d'un permis, expropriation, construction, demande/volume) sont incompatibles avec le niveau de risque toléré par la plupart des institutions qui investissent dans les infrastructures. Les gouvernements devraient assumer les risques pour lesquels ils sont les mieux placés (p. ex. expropriation, modification de la loi), en particulier dans les pays émergents. Les gouvernements pourraient également assumer certains risques d'exploitation ou de rendement pour ce qui est des projets de friches industrielles en fournissant des garanties minimales de rendement ou des distributions de liquidités prioritaires qui réduiraient le risque et, de ce fait, les exigences de rendement des investisseurs.

La gestion des investissements à long terme et des risques auxquels ils sont associés nécessite de vastes ressources et compétences. Pour rendre les infrastructures plus accessibles aux petits investisseurs, il faut éliminer les barrières (p. ex. les impôts, la réglementation); des caisses de retraite expérimentées et de grande envergure pourront alors gérer des fonds de placement à long terme pour le compte des petits investisseurs. Cela présente également l'avantage d'accroître la quantité de capitaux disponibles pour les actifs à long terme.

Les investisseurs et les gouvernements profiteront d'un cadre de référence général pour structurer l'investissement dans les infrastructures de manière transparente et uniforme. Ainsi, les investisseurs comprendront mieux les risques et les coûts liés à ce type d'investissement. Une gamme d'instruments de placement permettrait aux investisseurs d'accéder au marché en respectant leur tolérance au risque. De plus, il faut des mécanismes qui feraient en sorte qu'on puisse se retirer d'un placement, au besoin.

Commentaires des caisses de retraite canadiennes au sujet du rapport de l'OCDE sur les grands principes du financement à long terme des investissements par les investisseurs institutionnels

Selon nous, la promotion des entreprises jeunes et dynamiques et des PME est un objectif louable de la part des décideurs, mais elle n'entre pas dans la catégorie de l'investissement à long terme du point de vue de l'investisseur et dépasse donc le champ d'application du présent document. Toutefois, du point de vue de la politique et de la réglementation, les exigences sont similaires. Pour promouvoir des placements dans ces domaines, on peut créer des structures de placement similaires adaptées à différentes tolérances au risque et capables d'assurer la transparence et l'envergure.

Merci de nous avoir permis de présenter notre point de vue collectif sur ce sujet important. Nous serons heureux de poursuivre les discussions sur l'investissement à long terme et de nous mobiliser autour de ce thème.

Sincères salutations,

Office d'investissement du Régime de pensions du Canada
Conseil du régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario
Régime de retraite des employés municipaux de l'Ontario
Caisse de dépôt et placement du Québec
British Columbia Investment Management Corporation
Alberta Investment Management Corporation