



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

Que signifie être un investisseur à long terme

Allocution de

David Denison
Président et chef de la direction
Office d'investissement du RPC

Conference Board du Canada et Towers Watson
Sommet de 2010 sur l'avenir des régimes de retraite
Le 13 avril 2010
Toronto, Canada

SEUL LE TEXTE PRONONCÉ FAIT FOI

Je vous remercie de cette aimable présentation. Je remercie également les organisateurs de la conférence, Towers Watson et le Conference Board du Canada, de m'avoir invité à participer à cet impressionnant programme.

Aujourd'hui, mes commentaires porteront essentiellement sur le concept des placements à long terme. Mais j'aimerais d'abord vous parler brièvement de la réforme des régimes de retraite au Canada, un sujet dont l'importance est confirmée par la place qui lui est accordée dans l'ordre du jour de cette conférence.

Je n'ai aucunement l'intention de parler des différentes options à l'étude. D'autres conférenciers font un excellent travail à cet égard. J'aimerais toutefois souligner que ces options comprennent différentes propositions visant à élargir le rôle du Régime de pensions du Canada en matière d'épargne-retraite et de revenu de retraite au Canada.

Il y a 15 ans, nul n'aurait pu penser que, dans le cadre d'une solution, l'élargissement du Régime de pensions du Canada puisse être sérieusement pris en considération. En fait, à cette époque, le Régime de pensions du Canada était perçu comme le principal élément du problème. Toutefois, les vastes mesures de réforme alors mises en place se sont traduites par un Régime de pensions du Canada solide et durable, qui constitue une option viable à prendre en considération.

En matière de revenu de retraite au Canada, outre sa viabilité qui est bien sûr essentielle, le Régime de pensions du Canada présente des caractéristiques particulièrement appréciables, notamment les suivantes :

- Il s'agit d'un régime de retraite, et non pas d'un simple regroupement d'instruments d'épargne-retraite ouvrant droit à une aide fiscale et assurant aux membres des paiements indexés à l'inflation tout au long de leur vie.
- Le régime, dont le nombre de participants est de plus de 17 millions et ne cesse d'augmenter, profite d'une vaste mise en commun des risques et ne suscite pas de craintes quant à sa solvabilité.
- Il y a un partage très clair des risques entre les cotisants et les bénéficiaires, ce qui se traduit par un mécanisme d'ajustement préétabli assurant que le régime demeure solide et durable, dans un contexte où les rendements divergent des projections actuarielles.

Peu importe l'orientation que prendra toute autre réforme du système d'épargne-retraite, les Canadiens ont l'assurance que le deuxième pilier de ce système, le Régime de pensions du Canada, leur fournira un revenu fiable et durable tout au long de leur retraite.

Passons maintenant au sujet principal de mes commentaires d'aujourd'hui qui consistent à répondre à la question : « **Que signifie être un investisseur à long**

terme? » Cette question revêt une importance particulière pour nous, à l'Office d'investissement du Régime de pensions du Canada. Au sens propre, notre mandat est de faire fructifier des placements dans une perspective multigénérationnelle pour contribuer à la viabilité permanente du Régime de pensions du Canada. Néanmoins, c'est une question dont l'importance se justifie à plus grande échelle par un certain nombre de raisons que j'aborderai aujourd'hui.

Dans le milieu des placements, de nombreuses expressions comme « investisseur à long terme » et « investir à long terme » sont utilisées souvent et dans différents contextes, sans toutefois que leur signification fasse l'objet d'une interprétation commune. Ces dernières années, il a été beaucoup question du rôle stabilisateur des investisseurs à long terme en période de crise ou de perturbation des marchés, et de leurs responsabilités accrues relativement à la gouvernance des sociétés dont ils détiennent des titres, qui constituent deux exemples. Et, il y a eu bien des discours creux sur les manœuvres répréhensibles des spéculateurs en ce qui a trait aux monnaies, aux dettes souveraines et d'entreprises, aux pratiques de vente à découvert ou de « location » de capitaux propres, à leur politique à court terme et à une influence indue sur les sociétés et les conseils d'administration. Pour bon nombre d'observateurs du milieu des placements, les spéculateurs font figure de « méchants » et les investisseurs à long terme, de « bons ».

Or, s'il y a une telle distinction entre les investisseurs à court et à long terme, nous nous sommes demandé qui sont ces investisseurs à long terme, ce qu'il faut pour en être un et si nous, de l'Office d'investissement du Régime de pensions du

Canada, agissons comme un investisseur à long terme. Je vais immédiatement passer à nos réponses à cette question, puis consacrer du temps à expliquer comment nous les avons trouvées. Nous en sommes venus à la conclusion que pour effectuer des placements à long terme, il faut au préalable se plier à d'exigeantes conditions. Or, les investisseurs qui respectent ces conditions sont relativement peu nombreux et nous croyons que l'Office d'investissement du Régime de pensions du Canada est de leur nombre.

Bien que cette liste ne soit pas exhaustive, à notre avis, les conditions préalables à la réalisation de placements à long terme comprennent ce qui suit :

- un modèle de gestion adéquat;
- une tolérance à la volatilité;
- une méthode rigoureuse de constitution de portefeuille;
- un modèle de gouvernance créant des conditions favorables;
- un processus de placement structuré.

Maintenant, au risque de trop en simplifier le concept, on pourrait décrire l'investisseur à long terme comme quelqu'un qui n'est jamais obligé de vendre des actifs à cause des conditions du marché, en insistant sur les mots « **obligé** de vendre ». À quelqu'un qui lui demandait quelle était la période idéale de détention de titres dans un portefeuille, Warren Buffet a un jour tout simplement répondu : « indéfiniment ». Selon le modèle d'entreprise et la philosophie de placement de Berkshire Hathaway, c'est possible. Mais même M. Buffett vend des placements à

l'occasion. Dans cet ordre d'idées, la première de mes conditions préalables est un modèle de gestion sous-jacent adéquat qui comporte une stabilité suffisante de l'actif permettant d'adopter un horizon à long terme. Or, de ces 24 derniers mois, il ressort que la plupart des intervenants sur le marché n'ont pas pareille certitude. Si vous êtes un gestionnaire de fonds communs de placement ou de portefeuilles institutionnels devant respecter un avis de rachat, vous devez vendre. Si votre modèle requiert un important recours à un financement par capitaux empruntés, lorsque la volatilité s'intensifie ou que les marchés du financement s'assèchent, vous devez vendre. Si vous êtes assujetti à des exigences de capital et que les marchés sont perturbés ou que les organismes de réglementation s'agitent, vous devez vendre. Si vous êtes un gestionnaire de fonds de capitaux propres, de placements immobiliers ou d'infrastructures et que votre intéressement aux performances est fonction de la valeur réalisée, vous devez vendre pour être payé.

La condition préalable d'une tolérance à la volatilité a trait à la capacité de l'investisseur de supporter les cycles du marché. Au cours de la dernière décennie, nous avons connu quelques cycles extraordinaires. Nous pouvons certes espérer que l'avenir nous réserve des conditions moins difficiles, mais nous pensons qu'il ne faut pas trop y compter. Au cours de la dernière crise financière, de nombreux intervenants sur le marché ont décidé ou ont été contraints de modifier leur méthode de placement. Dans certains cas, ils l'ont fait en raison des limites de volatilité absolue inhérentes à leurs programmes de placement. Dans d'autres cas, ils avaient atteint des niveaux où il fallait réduire au minimum les pertes en regard des besoins potentiels de financement. Certains autres intervenants avaient tout

simplement atteint leur seuil de tolérance. À cet égard, je me rappelle un commentaire d'un ancien collègue de Fidelity Investments, Peter Lynch, selon lequel l'organe le plus important de l'investisseur n'est pas son cerveau, mais son estomac.

Il y a 24 mois, si les investisseurs ne saisissaient pas pleinement l'importance d'aborder avec grand soin l'aspect de la liquidité dans le cadre de la constitution d'un portefeuille, ce n'en est certainement plus le cas maintenant. Cette question revêt plusieurs aspects dont l'un est l'incidence que peuvent avoir des paramètres fixes ou étroits de répartition entre les catégories d'actif. Nous avons été les heureux acheteurs d'un certain nombre de participations dans des sociétés fermées, vendues sur le marché secondaire par des investisseurs qui se sont soudainement retrouvés avec trop de ces titres au cours des 18 derniers mois. Un autre facteur dont il aurait fallu tenir compte lors de la constitution de portefeuilles : les besoins futurs en capitaux. Entre autres, nous avons également été les bénéficiaires de quelques placements immobiliers dans le cadre desquels d'autres parties ne pouvaient répondre à des appels de capitaux et, par conséquent, ont perdu une portion de leurs capitaux investis. Nous avons certainement tous vu des investisseurs qui n'avaient pas suffisamment de liquidités sous-jacentes dans leurs portefeuilles pour répondre aux exigences de marge ou de garantie, et qui, de ce fait, ont dû prématurément mettre fin à des swaps et à d'autres arrangements similaires. Ces considérations et d'autres du même ordre vont à l'encontre des placements à long terme.

Pour pouvoir agir comme un investisseur à long terme, il faut également adopter un modèle de gouvernance adéquat. Quel que soit son modèle de gestion, si un investisseur a un régime de gouvernance axé sur les profits ou les rendements à court terme, s'il s'inquiète de publier des résultats qui s'éloignent de la tendance, s'il ne peut ni ne veut adopter les principes d'horizon à long terme, de valorisations et de risque, ou s'il conserve relativement peu longtemps ses administrateurs ou fiduciaires, il ne réussira pas à agir comme un investisseur à long terme, ou du moins, il ne le fera pas très longtemps. Soit dit en passant, je suis quelque peu sidéré par l'importance accordée, au Canada, à la comparaison de la performance annuelle du fonds équilibré moyen à celle de fonds détenant d'importants placements à long terme en titres immobiliers, en infrastructures et en actions sur les marchés privés. Outre le principe absolu selon lequel des fonds ayant des obligations et des préférences de risque différentes ne peuvent, en toute logique, faire l'objet de comparaisons directes, il va de soi que leurs rendements à court terme seront différents. Si le conseil d'administration ou les fiduciaires ne peuvent s'éloigner de telles comparaisons, ont de la difficulté à gérer les différences ou sont incapables d'analyser le risque et le rendement sur des périodes suffisamment longues, l'organisation sera inévitablement amenée à investir à court terme.

La dernière condition préalable au statut d'investisseur à long terme est l'évidence même : le processus de placement doit incorporer des facteurs de valorisation à long terme. Aussi évidente que cette condition puisse paraître, relativement peu de processus de placement la remplissent. Outre les points mentionnés plus haut, il y a une autre raison simple à cette situation. En fait, les gestionnaires de placement

qui sont évalués et récompensés, et qui peuvent être engagés ou remerciés sur des périodes toujours plus courtes, ne vont vraisemblablement pas concevoir des processus de placement permettant de déceler des anomalies dans des valorisations qui pourraient ne se matérialiser que dans cinq ans. En pratique, cela signifie que ces gestionnaires ne vont probablement pas acquérir des placements immobiliers dans un marché baissier en sachant qu'ils devront les inscrire à court terme, même s'il est prévu que leurs rendements corrigés du risque sur une période de dix ans seront intéressants. Il faut également noter que ces actifs immobiliers ne sont pas nécessairement à vendre quand les choses vont bien. Ce qui signifie que les investisseurs ne vont pas reporter la réception de dividendes courants provenant, par exemple, d'un placement dans des infrastructures afin de les réinvestir pour améliorer l'efficacité ou la capacité de cet actif à produire des rendements futurs. Bref, il est peu probable que ces gestionnaires investissent des ressources dans la recherche et l'identification de modèles de facteurs d'horizon à long terme qui sont différents de la plupart des programmes de placement standard.

À savoir qui sont les investisseurs à long terme, ainsi qu'il a été dit précédemment, nous pensons qu'ils constituent un groupe relativement petit. Au sein de ce groupe, il y a un certain nombre de caisses de retraite dont quelques-unes sont situées au Canada, de fonds souverains, de fondations et de cabinets de gestion de fortune familiale, de même qu'un nombre restreint de gestionnaires de placement et, bien sûr, des investisseurs comme Warren Buffett. En fait, si vous évaluez Berkshire Hathaway en fonction des cinq conditions préalables que je vous ai présentées,

vous en viendrez à la conclusion que l'organisation répond non seulement à ces conditions, mais est également dans une situation idéale pour agir comme investisseur à long terme. Cependant, le groupe des investisseurs à long terme ne compose qu'une partie relativement petite du milieu des placements et de l'ensemble des capitaux de placement.

Finalement, quand nous nous demandons si nous, à l'Office d'investissement du Régime de pensions du Canada, agissons comme un investisseur à long terme, je crois que nous sommes très privilégiés que la nature de la caisse du RPC nous permette de respecter ces conditions préalables dont je viens de vous parler. Par ailleurs, nous avons pris des décisions d'exploitation importantes qui nous permettent de respecter d'autres conditions, plus particulièrement les suivantes :

- En raison de la structure du Régime de pensions du Canada, nous disposons non seulement d'un actif stable, mais nous avons également une certitude relative du moment et des montants des cotisations excédentaires à la caisse au cours des 10 prochaines années.
- Les évaluations triennales du Régime de pensions du Canada couvrent un horizon de 75 ans et sont fondées sur une méthode de capitalisation au taux de régime permanent par rapport à une méthode de capitalisation intégrale. De plus, la caisse n'est pas assujettie à des tests de solvabilité. De ce fait, sur le plan des placements, nous sommes en mesure de faire face à la

volatilité des rendements du marché en disposant d'une plus grande souplesse que la plupart des autres caisses de retraite ou fonds de capitaux.

- Nous profitons d'une très solide structure de gouvernance dont les intervenants sont des administrateurs expérimentés, professionnels et avertis, qui comprennent la nature de notre mandat de placement et de notre mission, et qui jouent un rôle actif dans la ratification et la supervision de la mise en œuvre de notre stratégie de placement.

Nous remplissons toutes ces conditions en raison de la nature de notre mandat. Sur le plan de nos décisions d'exploitation, un des aspects les plus importants des placements à long terme est notre approche du portefeuille global pour la constitution d'un portefeuille, en vertu de laquelle, essentiellement, nous ne tenons pas compte des catégories d'actif dans nos décisions de placement et privilégions plutôt les caractéristiques économiques, de même que les caractéristiques de risque et de rendement sous-jacentes. En mettant l'accent sur les caractéristiques économiques plutôt que sur les catégories d'actif, nous profitons d'une grande souplesse pour la constitution et la gestion de nos portefeuilles, tout en évitant certains des écueils des pondérations fixes. Nous prenons également soin de maintenir une réserve de liquidités dans le portefeuille et d'effectuer régulièrement des tests de tension selon différents scénarios boursiers pour nous assurer que nous pouvons conserver notre capacité à respecter nos placements stratégiques sans nuire à nos programmes de placement à long terme.

- Pour terminer, en ce qui a trait à nos programmes de placement internes, nous cherchons à nous assurer que, dans tous les cas, ils intègrent quelques éléments créateurs de valeur et que nous prenons des décisions de placement fondées sur des flux de rendements s'étendant sur de longues périodes. D'après notre expérience, c'est très difficile à faire et cela nécessite une grande rigueur. La difficulté tient du fait que ce n'est pas la façon courante d'effectuer des évaluations et que l'incertitude entourant les flux de trésorerie futurs s'intensifie sur de plus longues périodes. De notre point de vue, cette façon de procéder est d'autant plus appréciable qu'elle est difficile à appliquer et que peu d'investisseurs le font.

Permettez-moi de conclure en répondant à cette dernière question :

Si ce n'est de constituer un exercice intellectuel intéressant, pourquoi cet examen du concept des placements à long terme importe-t-il?

De notre point de vue, nous, de l'Office d'investissement du Régime de pensions du Canada, avons tiré de cet exercice un certain nombre de conclusions d'ordre pratique.

D'abord, sur le plan des placements, cet exercice met en évidence la mesure dans laquelle le segment des placements à court terme est congestionné. Selon nous, la vaste majorité de l'imposant capital intellectuel consacré au secteur des placements se concentre sur un horizon de 0 à 24 mois. Plutôt que de joindre ce milieu hyper

concurrentiel, nous croyons tout simplement qu'il est plus avantageux pour nous d'obtenir des rendements à valeur ajoutée en intervenant dans le segment des horizons à long terme où il y a beaucoup moins de participants et où la concurrence est nettement moins grande en raison des obstacles réels à l'arbitrage dont j'ai parlé précédemment.

Du point de vue du fonctionnement global des marchés des capitaux, il y a un net avantage à avoir un groupe d'investisseurs à long terme qui font naturellement contrepoids aux autres investisseurs sur les plans de la liquidité et des valorisations. La crise financière a mis ce fait en évidence, notamment lorsque des investisseurs comme l'Office d'investissement du Régime de pensions du Canada disposaient de liquidités qui leur ont permis de profiter d'occasions, alors que d'autres se retiraient du marché, et ainsi d'obtenir des rendements très intéressants. Le haut profil des placements de Berkshire dans Goldman Sachs et General Electric constitue un autre exemple. Mais, dans les faits, les investisseurs à long terme sont trop peu nombreux sur le marché pour compenser efficacement la prépondérance des acteurs à court terme. Nous avons d'ailleurs porté cette situation à l'attention d'organismes de réglementation qui, incontestablement, ne sont pas sans espérer un équilibre naturel global entre les marchés.

De même en est-il des avantages potentiels de l'orientation de la gouvernance d'entreprise des investisseurs à long terme en regard de celle des intervenants à court terme. Nous en venons à la conclusion que nous, de même que d'autres investisseurs partageant notre point de vue, devons être prêts à consacrer des

ressources considérables pour favoriser et superviser des pratiques de gouvernance appropriées au sein des sociétés dans lesquelles nous investissons. Nous ne le faisons pas seulement pour des considérations de gouvernance, mais aussi pour nous assurer que la création de valeur à long terme qui nous intéresse n'est pas entravée par les objectifs à court terme ou l'opportunisme que pourraient promouvoir d'autres intervenants.

En résumé, nous pensons que pour agir comme des investisseurs à long terme, les organisations doivent présenter quelques caractéristiques importantes, certaines étant structurelles et d'autres relevant de choix organisationnels. Comme relativement peu d'investisseurs procèdent actuellement de la sorte, nous croyons qu'il y a de possibles avantages à être de leur nombre. Nous, à l'Office d'investissement du Régime de pensions du Canada, canalisons fortement nos efforts à profiter de ces avantages dans l'intérêt des 17 millions de Canadiens dont nous gérons les fonds.

Je vous remercie de votre attention et je serai heureux maintenant de répondre à vos questions.