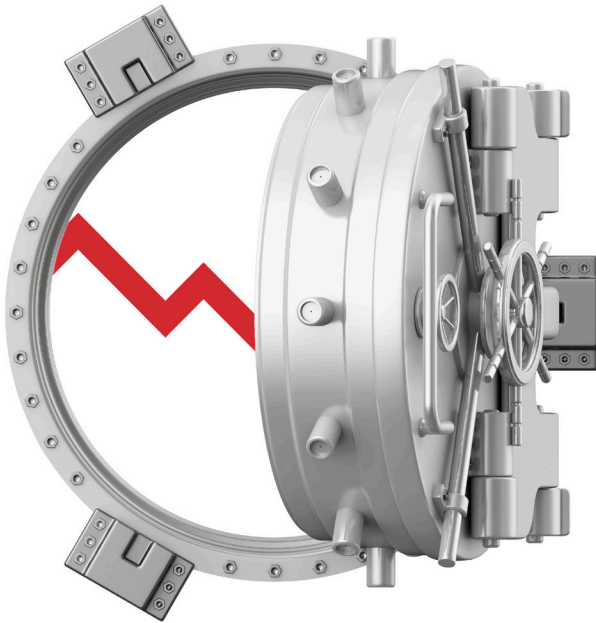


Productivité du secteur public québécois : La Caisse de dépôt et placement du Québec



Jonathan Deslauriers
Robert Gagné
Claude Laurin
Jonathan Paré

Juin 2023

Auteurs

Jonathan Deslauriers
Robert Gagné
Claude Laurin
Jonathan Paré

Professionnelle de recherche

Aurélie Brière

Mise en page

Jérôme Boivin

**Centre sur la productivité et la prospérité –
Fondation Walter J. Somers
HEC Montréal**

3000, chemin de la Côte-Sainte-Catherine
Montréal (Québec) Canada H3T 2A7
Téléphone: 514 340-6449

Dépôt légal: deuxième trimestre 2023
ISBN: 978-2-924208-89-2

Bibliothèque et Archives nationales du Québec, 2023
Bibliothèque et Archives Canada, 2023

Image de page couverture: iStock @Nerthuz

Cette publication a bénéficié du soutien financier du ministère des Finances du Québec et de la Fondation Walter J. Somers.

Les textes, opinions, renseignements et informations exprimés dans le document n'engagent que la responsabilité de leurs auteurs et non celle du ministère des Finances. L'information présentée dans ce document ne reflète pas nécessairement les opinions du ministère des Finances.

© 2023 Centre sur la productivité et la prospérité –
Fondation Walter J. Somers, HEC Montréal

Productivité du secteur public québécois: La Caisse de dépôt et placement du Québec

À propos du Centre sur la productivité et la prospérité – Fondation Walter J. Somers

Le Centre sur la productivité et la prospérité – Fondation Walter J. Somers mène une double mission. Il se consacre d'abord à la recherche sur la productivité et la prospérité en ayant comme principal sujet d'étude le Québec. Ensuite, il veille à faire connaître les résultats de ses travaux par des activités de transfert et d'éducation.

À propos de la Fondation Walter J. Somers

En hommage au fondateur du Groupe Walter, la famille Somers a mis sur pied la Fondation Walter J. Somers. À travers différents dons, la Fondation perpétue l'héritage familial d'engagement envers la communauté et contribue à la prospérité de la société québécoise, d'abord en veillant à améliorer sa productivité, mais également en appuyant l'excellence dans l'éducation des jeunes.

Pour en apprendre davantage sur le Centre, visitez le www.hec.ca/cpp ou écrivez-nous, à info.cpp@hec.ca

SOMMAIRE

Dans ce quatrième volet de la série *Productivité du secteur public québécois*¹, le Centre sur la productivité et la prospérité – Fondation Walter J. Somers propose une analyse objective et rigoureuse de la performance économique de la Caisse de dépôt et placement du Québec (CDPQ). L'objectif est simple: permettre aux Québécois, les véritables propriétaires des actifs de la CDPQ, d'évaluer si cette dernière assure efficacement le double mandat qui lui a été confié il y a plus de cinquante ans – en l'occurrence faire fructifier les actifs des déposants tout en appuyant le développement économique du Québec.

Nous verrons que si la performance de la Caisse garantit que des déposants tels que le Régime de rentes du Québec (RRQ) sont en mesure d'assumer leurs obligations financières à court et à long terme, sa capacité à générer du rendement depuis la débâcle financière de 2008 n'est en revanche pas aussi bonne que ne le laisse présager ses données brutes de rendement.

De 2008 à 2014, les gestionnaires de la CDPQ ne sont pas parvenus à se démarquer significativement de leurs indices de référence, ce qui signifie que les déposants ont obtenu un rendement à peu près équivalent à celui obtenu sur les marchés. Et si la Caisse est parvenue à se démarquer au cours des années subséquentes, ce sera au prix d'une augmentation importante de ses charges d'opérations, et en misant essentiellement sur le rendement du portefeuille de *Placements privés* – des investissements pour lesquels la mesure du rendement est approximative et dont la rigueur reste à démontrer.

.....
1 Les trois premiers volets étant:

Deslauriers, Jonathan, Robert Gagné, Claude Laurin et Jonathan Paré, [Productivité dans le secteur public: La SAQ](#). Centre sur la productivité et la prospérité (CPP) – Fondation Walter J. Somers, HEC Montréal, novembre 2016.

Deslauriers, Jonathan, Robert Gagné, Claude Laurin et Jonathan Paré, [Productivité du secteur public du Québec: Loto-Québec](#). Centre sur la productivité et la prospérité (CPP) – Fondation Walter J. Somers, HEC Montréal, décembre 2017.

Deslauriers, Jonathan, Robert Gagné et Jonathan Paré, [Productivité du secteur public québécois – Hydro-Québec](#). Centre sur la productivité et la prospérité (CPP) – Fondation Walter J. Somers, HEC Montréal, janvier 2019.

Plus important encore, l'analyse met en lumière la nature incomplète du processus d'évaluation de la performance des gestionnaires de la Caisse. Parce qu'elle détermine les indices de référence de manière à évaluer le rendement de ses gestionnaires uniquement en fonction de la performance moyenne des marchés dans lesquels elle est présente, la CDPQ ignore sciemment des stratégies de placement alternatives susceptibles de produire de meilleurs rendements. Faute d'un cadre de comparaison adéquat, il s'avère dès lors impossible de déterminer si la Caisse gère efficacement le mandat qui lui a été confié.

En tentant de contourner cette limite, notre analyse débouche sur un constat pour le moins préoccupant: depuis 2008, les gestionnaires de la CDPQ ne sont tout simplement pas parvenus à égaler le rendement généré par une stratégie passive mais risquée sur les marchés obligataires et boursiers.

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION	5
LE DOUBLE MANDAT DE LA CAISSE	7
Les premières années	8
En route vers la crise de 2008	10
De la crise à aujourd'hui	13
LA QUESTION DE L'EFFICACITÉ	14
RENDEMENT DE LA CDPQ: SUFFISANT POUR QUE LES DÉPOSANTS ASSUMENT LEURS OBLIGATIONS?	19
Convenable, certes, mais optimal?	21
RENDEMENT DE LA CDPQ: UNE GESTION OPTIMALE?	22
AUTRES CONSIDÉRATIONS CONCERNANT L'EFFICACITÉ DE LA CDPQ	27
CONCLUSION ET RECOMMANDATION	31
SOURCE DES DONNÉES	33
ANNEXE: DEMANDES EN VERTU DE LA LOI SUR L'ACCÈS AUX DOCUMENTS DES ORGANISMES PUBLICS ET SUR LA PROTECTION DES RENSEIGNEMENTS PERSONNELS	36
Réponse à la demande du 27 mai 2022	36
Réponse à la demande du 25 juillet 2022	39

INTRODUCTION

Alors que la Caisse de dépôt et placement du Québec (CDPQ) a conclu l'année financière 2022 avec un rendement négatif de -5,6 % et une diminution d'environ 18 milliards de dollars de la valeur de l'actif net des déposants, la Caisse a jugé que ses gestionnaires avaient « surperformé » en dégagant 10 milliards de dollars de valeur ajoutée². Sous prétexte qu'ils avaient dépassé les objectifs fixés, les hauts dirigeants de la CDPQ se sont donc partagé 10,6 millions de dollars en boni³.

2 Pour obtenir les résultats détaillés de la CDPQ pour l'année 2022, consultez le [communiqué Rendement](#) émis par la CDPQ le 23 février 2022 ou consultez CDPQ (2023), [Créer de la valeur dans un contexte hors norme – Rapport annuel 2022](#).

3 Au moment d'écrire ce rapport, la Caisse annonçait des bonis de performance de plus de 10 millions de dollars pour ses hauts dirigeants en dépit d'un rendement négatif, la Caisse estimant que ses dirigeants avaient dépassé les objectifs de rendement sur une période de cinq ans. À cet effet, consultez [l'article de Julien Arsenault dans La Presse du 18 avril 2023](#).

Pour la plupart des non-initiés, cet élan d'optimisme a probablement été accueilli avec scepticisme: comment expliquer que la société d'État soit parvenue à générer des milliards de dollars de valeur ajoutée alors qu'elle a enregistré la perte la plus importante depuis la débâcle de 2008?

Si on se fie à la couverture de presse qui a suivi la publication de ses plus récents résultats, l'explication est simple: la CDPQ a enregistré des pertes moins importantes que celles enregistrées en moyenne dans les marchés d'investissement dans lesquelles elle est active – l'indice de référence – ce qui constitue de la création de valeur ajoutée aux yeux des gestionnaires de la Caisse. Sans être complètement erronée, cette interprétation du concept de valeur ajoutée tend toutefois à dénaturer le rôle de cette mesure de performance en un outil politique qui sert surtout l'intérêt pécuniaire des gestionnaires de la Caisse.

On doit savoir que le processus d'évaluation de la performance de la CDPQ repose sur une mécanique circulaire. En plus d'être définis à l'interne, les indices de référence utilisés pour mesurer la valeur ajoutée sont systématiquement ajustés pour demeurer représentatifs de sa stratégie d'investissement. Ce faisant, la Caisse élude complètement la notion de coût d'opportunité de son processus d'évaluation et, au final, rien n'assure que le rendement obtenu soit optimal, à savoir si les gestionnaires ont utilisé la meilleure stratégie pour faire fructifier l'actif des déposants.

La situation est d'autant plus préoccupante que cette approche ne positionne pas la Caisse de manière particulièrement avantageuse. En cumulant la valeur ajoutée par la gestion active de la CDPQ entre le creux de 2008 et 2021⁴, et en comparant sa performance à celle des sept autres grands gestionnaires de fonds de pension canadiens⁵, on constate que la Caisse se positionne au septième rang, tout juste devant CPPIB, le gestionnaire de l'actif du Régime de pensions du Canada (RPC).

Notre analyse révèle par ailleurs que l'essentiel de la valeur ajoutée par la CDPQ a été cumulé à partir de 2014 au prix d'une augmentation importante de ses coûts d'opération et de la taille de son effectif. De plus, la majeure partie de la valeur ajoutée dégagée au cours de cette période est associée à la performance du portefeuille de *Placements privés* – investissements pour lesquels il est difficile d'établir un véritable prix de marché – et conséquemment de valider le rendement.

Évidemment, l'analyse de la performance de la CDPQ reste sujette à la critique. En plus de devoir contribuer au développement économique de la province, la Caisse gère l'actif de plusieurs déposants et sa capacité à gérer activement les fonds sous gestion est contrainte par la politique de placement de chaque déposant, ce qui limite forcément sa capacité à dégager de la valeur ajoutée. Ces contraintes ne suffisent toutefois pas à expliquer la faible performance de la Caisse. Tel que le démontrera l'analyse qui suit, la gestion active de la Caisse aurait été surpassée par l'approche « passive » utilisée comme base de comparaison par CPPIB pour évaluer la performance de ses gestionnaires.

4 Au moment d'écrire ce rapport, les résultats pour l'exercice 2022-2023 n'avaient pas encore été publiés pour tous les sept autres gestionnaires de fonds, la date de clôture n'étant pas partout la même.

5 Les sept autres gestionnaires canadiens de fonds de pension considérés dans ce rapport sont: Canada Pension Plan Investment Board (CPPIB) – ou Office d'investissement du régime de pensions du Canada en français; Ontario Municipal Employees Retirement System (OMERS); Public Sector Pension Investment Board (PSPIB) – ou Office d'investissement des régimes de pensions du secteur public en français; British Columbia Investment Management Corporation (BCIMC); Alberta Investment Management Corporation (AIMCo); Healthcare of Ontario Pension Plan (HOOPP); Ontario Teachers' Pension Plan (OTPP) – ou Régime de retraite des enseignantes et enseignants de l'Ontario en français.

LE DOUBLE MANDAT DE LA CAISSE

Même si le double mandat de la CDPQ n'a été enchâssé dans sa loi constitutive qu'en 2004, ses dirigeants ont toujours eu pour mission d'assurer l'équilibre entre rendement et développement économique.

Des passages extraits du discours de présentation de la Loi sur la Caisse de dépôt et placement du Québec en 1965 résument parfaitement les fondements de cet équilibre:

- D'abord « [la CDPQ] doit pouvoir satisfaire à la fois des critères de rentabilité convenable et rendre disponibles ses fonds pour le développement à long terme du Québec »;
- Plus précisément, « les intérêts des Québécois ne s'arrêtent pas, après tout, à la sécurité des sommes qu'ils mettront de côté pour assurer leur retraite. Des fonds aussi considérables doivent être canalisés dans le sens du développement accéléré des secteurs publics et privés, de façon à ce que les objectifs économiques et sociaux du Québec puissent être atteints rapidement et avec la plus grande efficacité possible »;
- Toutefois, « on aurait tort de croire que cet instrument doit servir à financer, dans n'importe quelle condition, des projets économiques ou sociaux, si essentiels soient-ils. La Caisse n'est pas destinée à subventionner le gouvernement, les municipalités, ou les commissions scolaires et les entreprises⁶ ».

Si ces principes ont gouverné les investissements de la Caisse depuis sa création, la sensibilité de ses dirigeants à l'égard du double mandat a évolué avec la taille de l'actif net des déposants. Aussi, il apparaît nécessaire de retracer les grandes lignes qui ont défini cet équilibre avant d'entreprendre l'analyse de la performance de la CDPQ.

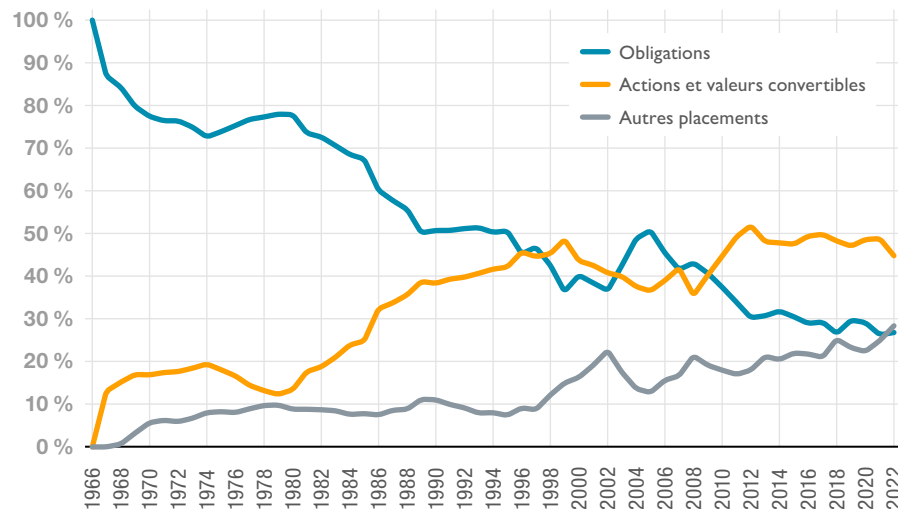
6 Source: [Notes du discours de l'honorable Jean Lesage prononcé en chambre le 9 juin 1965 lors de la présentation, en deuxième lecture, de la Loi de la Caisse de dépôt et placement du Québec \(Bill 51\)](#) respectivement aux pages 2, 1 et 2.

LES PREMIÈRES ANNÉES

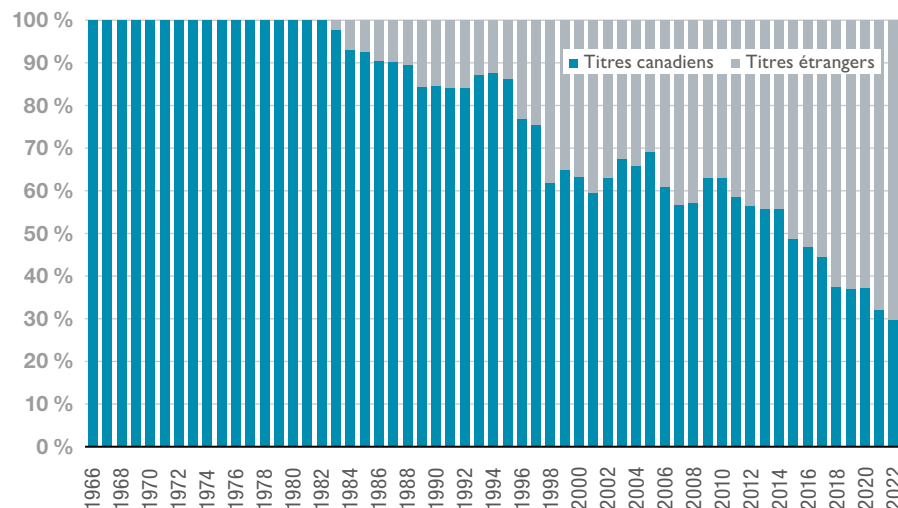
Au cours des 20 premières années d'existence de la CDPQ, l'enjeu du rendement n'interfère pas avec la mission de développement économique. Les entreprises québécoises sont peu nombreuses à se financer par le biais d'émission d'actions alors que les émissions d'obligations du gouvernement sont fréquentes et génèrent un rendement élevé étant donné les difficultés rencontrées pour obtenir le financement nécessaire à la mise en marche de ses nombreux projets. De fait, la majeure partie de l'actif de la Caisse est d'abord contractée sur le marché obligataire (graphique 1), et entièrement composée de titres canadiens (graphique 2). La Caisse honore donc son double engagement puisque le rendement qu'elle génère provient de placements qui sont directement associés au financement des projets de développement économique des gouvernements au Canada.

Conscients que les possibilités de générer un rendement adéquat à l'intérieur des frontières canadiennes diminuent à mesure que la valeur de l'actif augmente, les dirigeants de la CDPQ envisagent d'investir aux États-Unis dès le milieu des années 1970⁷. Il aura toutefois fallu attendre jusqu'en 1983 pour que la Caisse constitue un premier portefeuille d'actions étrangères, la diversification des activités d'investissement étant alors jugée vitale à la production d'un rendement convenable. À partir de ce point, le poids du portefeuille obligataire diminue au profit des portefeuilles d'actions et de titres convertibles, et l'importance des placements en sol étranger s'accroît.

GRAPHIQUE 1
RÉPARTITION DES PLACEMENTS À LONG TERME DE LA CDPQ
SELON LE TYPE DE PLACEMENT



GRAPHIQUE 2
ÉVOLUTION DE LA PART DES PLACEMENTS DE LA CDPQ
FAITS AU CANADA ET À L'ÉTRANGER



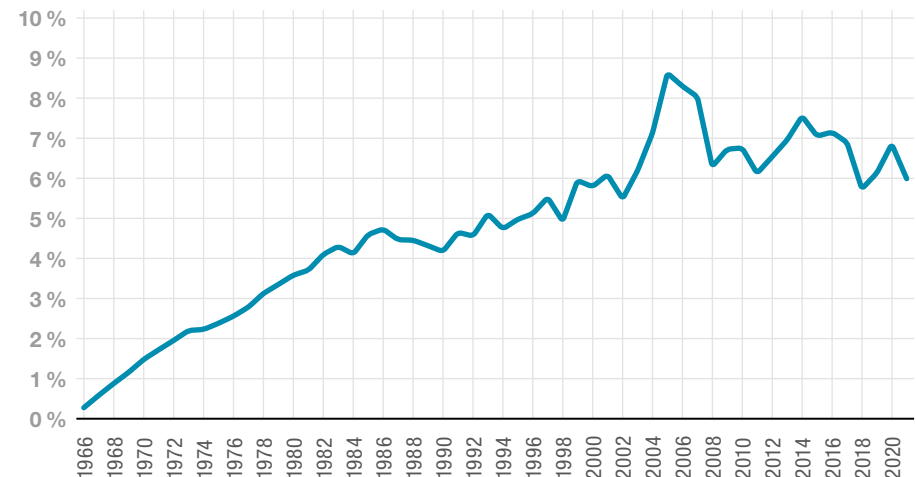
7 Dans son livre consacré à l'histoire de la CDPQ de son commencement jusqu'au début des années 2000, Mario Pelletier affirme, parlant de l'année 1974: « [La Caisse] commence néanmoins à lorgner du côté des États-Unis. Ses dirigeants se rendent bien compte qu'un jour ou l'autre, la Caisse aura fait le plein du côté du Canada et qu'il lui faudra déboucher sur les marchés extérieurs pour placer l'argent qui ne cesse d'affluer dans les coffres ». Source: Mario Pelletier (2002). *Dix milliards par jour – Comment la Caisse de dépôt et placement du Québec est devenue une puissance mondiale de l'investissement*, Les Éditions Carte blanche, page 79.

De l'avis des dirigeants de l'époque, l'arbitrage de la double mission de la Caisse n'est pas compromis. Les investissements à l'étranger ne se substituent pas à ceux faits au Québec, et constituent théoriquement une opportunité de croissance pour les entreprises québécoises. Dans le rapport annuel de 1983, on peut lire que :

- « *Compte tenu du vaste réservoir de fonds dont dispose la Caisse de dépôt, cette initiative [la constitution d'un portefeuille d'actions étrangères] sur les marchés extérieurs s'effectue sans priver aucune entreprise domestique des fonds que la Caisse de dépôt leur rend disponibles.* »
- « *Le but de cette nouvelle politique est de diversifier le portefeuille en investissant dans des secteurs faiblement représentés (voire même absents) au Canada, tels la haute technologie, l'aéronautique, les produits pharmaceutiques et autres, et, du même coup, d'augmenter la liquidité du portefeuille. Cette diversification sur des marchés étrangers qui ont peu de relation avec ceux du Canada et qui affichent parfois une croissance supérieure devrait donner lieu à une amélioration du rendement et permettre de mieux répartir le risque.* »
- « *La constitution de ce portefeuille permet d'augmenter la liquidité et la diversité des titres à revenu variable et devrait, grâce à la connaissance ainsi acquise des marchés internationaux et par une présence constante sur ces marchés, susciter des activités ayant des effets favorables sur l'économie du Québec⁸.* »

Dans les faits, les gestionnaires de la Caisse demeurent assujettis à des obligations qui favoriseront l'équilibre entre les deux missions jusqu'au tournant des années 2000. D'un côté, une disposition de 1971 de la Loi fédérale de l'impôt sur le revenu plafonne l'achat de titres étrangers à 10 % de la valeur de l'actif des caisses de retraite canadiennes⁹. De l'autre, la Loi constitutive de la CDPQ limite toujours la taille du portefeuille d'actions à 30 % de la valeur globale de son actif¹⁰. De fait, le volume des investissements en sol canadien mesuré en proportion du PIB du Canada continuera de s'accroître jusqu'au milieu des années 2000 (graphique 3), preuve indirecte mais claire que la diversification des activités d'investissements de la Caisse ne modifiera pas l'équilibre entre ses deux missions.

GRAPHIQUE 3
POIDS DES PLACEMENTS DE LA CDPQ FAITS AU CANADA EN POURCENTAGE DU PIB CANADIEN



8 Source: CDPQ (1984). *Dix-huitième rapport de gestion, 1983*, pages 10 et 23. La source s'applique aux trois citations sous forme de points.

9 En 2005, le projet de loi C-405 de la Chambre des communes du Canada, soit la Loi modifiant la Loi de l'impôt sur le revenu (règle du bien étranger), proposait l'abrogation de la partie XI intitulée *Impôt relatif à certains biens acquis par une fiducie, etc. régie par un régime de revenu différé, des régimes enregistrés de pension, des régimes enregistrés d'épargne-retraite et des régimes de participation différée aux bénéficiaires* mettant fin à la règle sur le contenu étranger imposée aux caisses de retraite canadiennes. Avant cette réforme, la Loi de l'impôt sur le revenu (L.R.C. (1985), ch. I (5^e suppl.)) exigeait un impôt de 1 % sur la valeur en biens étrangers excédant la limite sur le contenu étranger. En vigueur depuis 1971, cette limite a été rehaussée à plusieurs reprises avant son abolition officielle en 2005: de 10 % en 1971, elle est passée à 20 % entre 1990 et 1994, à 25 % en 2000 et finalement à 30 % en 2001. Même si en pratique les caisses de retraite canadiennes parvenaient à contourner cette limite en investissant dans des produits complexes et coûteux, la CDPQ demeurait de facto contrainte par une limite formelle sur les investissements hors Canada. Sources: Burgess, David and Joel Fried (2002). *The Foreign Property Rule: A Cost-Benefit Analysis*, Department of Economics, University of Western Ontario; Fried, Joel and Ron Wick (1999). *Assessing the Foreign Property Rule: Regulation without Reason*, C.D. Howe Institute; Vittas, Dimitri, Gregorio Impavido, Ronan O'Connor (2008). *Upgrading the Investment Policy Framework of Public Pension Funds*, Policy Research Working Paper, n° 4499, World Bank, Washington, DC.

10 Dans le document *Notes du discours de l'honorable Jean Lesage prononcé en chambre le 9 juin 1965 lors de la présentation, en deuxième lecture, de la Loi de la Caisse de dépôt et placement du Québec (Bill 51)* à la page 16, il est fait mention que « pas plus de 30 pourcent de l'actif total de la Caisse ne pourra être investi dans des actions, alors qu'au contraire, aucune limite n'est prévue pour les obligations [...] ». Pour une présentation détaillée des restrictions sur les placements de la CDPQ à l'origine, consultez la section 5 de ce même document. La limite concernant le poids des investissements en actions de la CDPQ était rendue à 40 % avant le *projet de loi # 168 (1997, chapitre 88) nommé Loi modifiant la Loi sur la Caisse de dépôt et placement du Québec* de 1997.

EN ROUTE VERS LA CRISE DE 2008

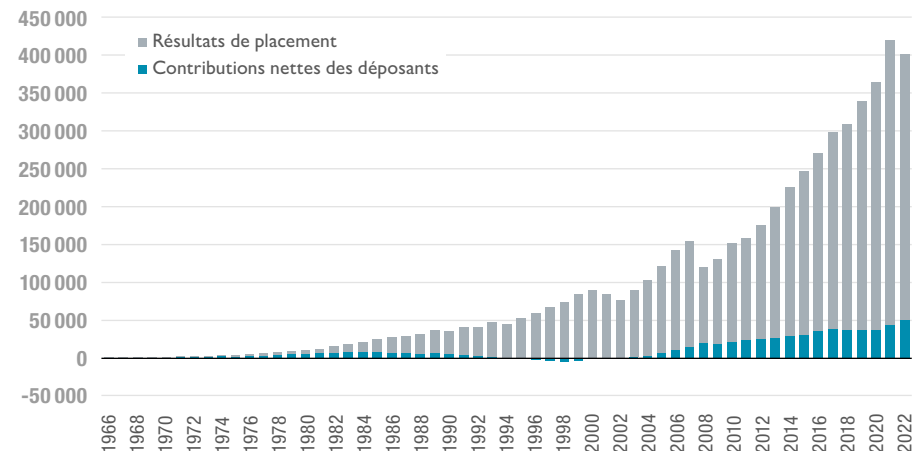
À la fin des années 1990, ces contraintes commencent à être relâchées afin de donner davantage de latitude à la CDPQ dans sa recherche de rendement. En 1997, la limite imposée à la taille du portefeuille d'actions de la Caisse passe à 70 % de la valeur de son actif¹¹, et elle peut désormais contracter des actifs non traditionnels, par exemple les papiers commerciaux adossés à des actifs non bancaires (PCAA)¹². En 2000, la limite imposée aux caisses de retraite canadiennes sur les investissements à l'extérieur du Canada passe à 25 %, puis à 30 % en 2001, avant d'être complètement levée en 2005.

Entretemps, le gouvernement du Québec enchâsse le double mandat de la CDPQ dans sa loi constitutive de 2004. En contraste avec le principe de « critères de rentabilité convenable¹³ » et la nécessité de « rendre disponibles ses fonds pour le développement à long terme du Québec¹⁴ », les dirigeants de la Caisse doivent dorénavant rechercher « le rendement optimal du capital des déposants dans le respect de leur politique de placement tout en contribuant au développement économique du Québec¹⁵ ».

Sans pour autant parvenir à établir un lien de cause à effet, ces changements sont suivis par un épisode de croissance particulièrement rapide de l'actif net des déposants. Après avoir diminué de 12 % entre 2000 et 2002 (graphique 4), notamment en raison des perturbations associées à l'éclatement de la bulle technologique, mais également parce que la valeur des retraits a excédé la valeur des dépôts, l'actif de la Caisse progresse à un rythme jusqu'alors inégalé. Entre le creux de 2002 et le sommet de 2007, l'actif de la CDPQ double grâce à un rendement annuel moyen de près de 13 %. Dans l'intervalle, le poids des titres étrangers dans l'actif de la Caisse passe de 37 % à 43 % (voir graphique 2) et le poids des investissements canadiens dans le PIB cesse de s'accroître (voir graphique 3).

GRAPHIQUE 4

ÉVOLUTION DE L'ACTIF NET DES DÉPOSANTS DE LA CDPQ



11 Actuellement, l'article 32 de la [Loi sur la Caisse de dépôt et placement \(RLRO c C-2\)](#) stipule au point 1 que la CDPQ « ne peut investir en unités de fonds indexés et en actions ordinaires plus de 70 % de son actif total ».

12 Dans le [projet de loi # 168 \(1997, chapitre 88\) nommé Loi modifiant la Loi sur la Caisse de dépôt et placement du Québec](#) de 1997 aux pages 4-5, il est fait mention que « l'article 37.1 de cette loi est modifié par: 1° le remplacement du premier alinéa par le suivant: 37.1. La Caisse peut acquérir et détenir, sans restriction, la totalité ou une partie des actions ou autres titres d'une personne morale: c) dont l'activité principale consiste à acquérir, garantir et détenir des actifs ayant fait l'objet d'une titrisation et autres produits dérivés de tels actifs, à monter des opérations de titrisation d'actifs, ou à offrir, gérer ou distribuer des actifs ayant fait l'objet d'une titrisation; ».

13 La citation provient du document [Notes du discours de l'honorable Jean Lesage prononcé en chambre le 9 juin 1965 lors de la présentation, en deuxième lecture, de la Loi de la Caisse de dépôt et placement du Québec \(Bill 51\)](#) à la page 2.

14 *Idem*

15 Source: [Loi sur la Caisse de dépôt et placement \(RLRO c C-2\)](#). Section 1 – Constitution et mission de la Caisse, article 4.1.

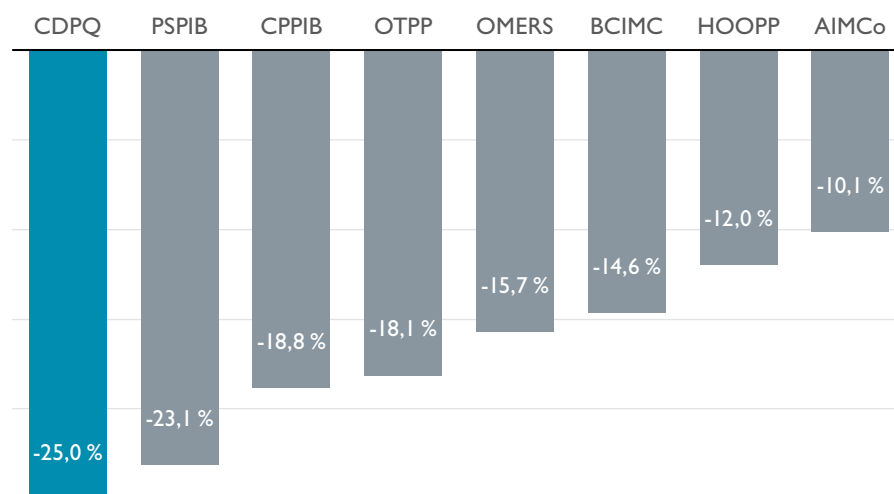
Largement compromise dans la débâcle des PCAA¹⁶, la CDPQ est rattrapée par la crise financière de 2008. En moins d'un an, l'actif de la Caisse fond de près de 35 milliards de dollars, soit une baisse d'environ 25 %. Côté rendement, il s'agira de la plus importante perte enregistrée par les huit grands gestionnaires de fonds de pension canadiens (graphique 5).

L'équilibre entre les deux missions de la CDPQ est alors jugé compromis par le nouvel énoncé de mission de la Caisse, celui-ci ayant *a priori* été interprété comme une incitation à la prise de risque, et ce, au détriment du développement économique¹⁷. En réalité, la situation n'est pas aussi claire.

Sans pour autant minimiser la maladresse des gestionnaires de l'époque, on doit d'abord rappeler que les PCAA n'étaient pas jugés particulièrement risqués. En marge de la crise, l'agence de notation DBRS attribuait une cote de AAA aux PCAA, une cote supérieure à celle attribuée aux obligations du gouvernement du Québec à cette époque¹⁸. Si la Caisse a mal évalué le risque auquel elle s'exposait en investissant massivement dans les PCAA, l'ensemble du marché semblait minimiser le risque associé à ces investissements.

GRAPHIQUE 5

RENDEMENT NET DES HUIT PRINCIPAUX GESTIONNAIRES DE FONDS DE PENSION AU CANADA EN 2008



16 Selon les propos tenus par André Trudeau, représentant de la Régie de rentes du Québec lors des Auditions sur les résultats de la CDPQ en 2009, la perte de 26,4 % de la Régie en 2008 se décomposerait ainsi : 19,3 % associé à la performance du marché (indice de référence), 2,5 % associé aux PCAA, 2,6 % associé aux différences de règles comptables avec les pairs et 2 % associé à la gestion active de la CDPQ. Source : Assemblée nationale – Première session, trente-neuvième législature. [Journal des débats de la Commission permanente des finances publiques – Auditions sur les résultats de la Caisse de dépôt et placement](#), 14 mai 2009, vol. 41, n° 16, page 30. Au cours de la même séance, François Legault, alors représentant de l'opposition, reprenant les propos des représentants de la CDPQ, affirme : « la Caisse de dépôt a perdu 10,5 milliards de plus que les indices de marché. De ce 10,5 milliards, il y en a 4 milliards qui est attribuable à la provision pour le PCAA ». Source : Assemblée nationale – Première session, trente-neuvième législature. [Journal des débats de la Commission permanente des finances publiques – Auditions sur les résultats de la Caisse de dépôt et placement](#), 14 mai 2009, vol. 41, n° 16, page 5.

17 Consultez notamment les nombreux échanges concernant le double mandat de la CDPQ recueillis dans le Journal des débats de la Commission permanente des finances publiques lors des Auditions sur les résultats de la Caisse de dépôt et placement tenues lors des mois de mars et mai 2009. Ces documents se trouvent dans le [moteur de recherche de l'Assemblée nationale du Québec](#).

18 Propos de l'ancienne ministre des Finances du Québec, Monique Jérôme-Forget. Source : Assemblée nationale du Québec – Première session, trente-neuvième législature. [Journal des débats de la Commission permanente des finances publiques. Auditions sur les résultats de la Caisse de dépôt et placement](#), 13 mars 2009, vol. 41, n° 2, page 7.

Plus important encore, le mandat de la CDPQ n'est pas réellement différent de celui énoncé dans le discours inaugural malgré les changements de forme qui ont été apportés. Qu'il soit dit que la CDPQ doit « satisfaire à des critères de rentabilité convenable pour assurer la sécurité des sommes déposées¹⁹ » ou « rechercher un rendement optimal en respect de la politique de placement des déposants²⁰ », l'objectif reste le même : générer le meilleur rendement possible en s'assurant que ce rendement permette aux déposants de s'acquitter de leurs obligations actuarielles à court et à long terme. La seule véritable différence réside dans le fait que la CDPQ gère désormais un actif équivalent à environ 40 % du PIB du Québec et que la production d'un rendement sur un actif de cette taille requerrait nécessairement une plus grande diversification.

Pour cette même raison, le fait que les investissements étrangers gagnent en importance alors que la valeur des investissements de la Caisse en sol canadien en termes de PIB stagne ne peut être interprété comme une mise en veille de la mission de développement économique de la Caisse. Des propos tenus par l'ancien président Michael Sabia lors des Auditions sur les résultats de la Caisse de dépôt et placement en 2009 résumant assez bien la vision de la Caisse à ce chapitre :

Il n'y a pas de contradiction entre la contribution de la Caisse de dépôt dans le développement économique du Québec et le rendement ». « Nous avons un avantage comparatif comment investir ici, au Québec [...] du fait que nous avons accès, dans un sens, prioritaire des développements, les réseaux, les personnes d'affaires qui travaillent ici, au Québec. [...] Nous avons l'information qui est nécessaire [pour] faire les bons investissements et d'éviter les mauvais investissements. Et nous sommes activement à la recherche des occasions de faire ces investissements au Québec²¹.

19 Formulation inspirée des propos tenus dans le document [Notes du discours de l'honorable Jean Lesage prononcé en chambre le 9 juin 1965 lors de la présentation, en deuxième lecture, de la Loi de la Caisse de dépôt et placement du Québec \(Bill 51\)](#).

20 Formulation inspirée de l'article 4.1 de la [Loi sur la Caisse de dépôt et placement \(RLRO c C-2\)](#) concernant la mission de la CDPQ.

21 Source : Assemblée nationale. Première session, trente-neuvième législature. [Journal des débats de la Commission permanente des finances publiques](#), 4 mai 2009, vol. 41, n° 13, page 13.

DE LA CRISE À AUJOURD'HUI

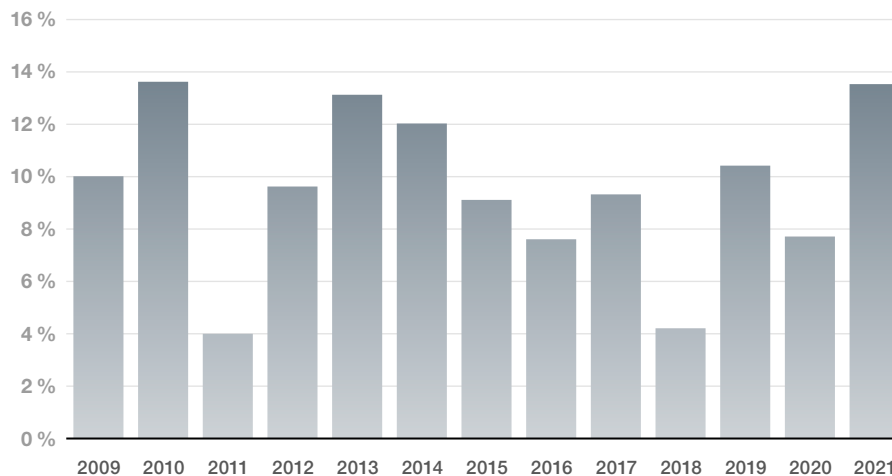
En partie grâce à l'accord de Montréal, mais surtout en raison de la reprise qui a suivi la crise financière de 2008, la Caisse sort relativement rapidement de la tempête dans laquelle elle s'est enlisée. S'ensuit une période faste sur le plan de la croissance. En tablant sur un rendement annuel moyen de 9,5 % (graphique 6), la CDPQ voit son actif tripler entre 2008 et 2021 (voir graphique 4).

Dans l'intervalle, la CDPQ augmente ses investissements en sol québécois (graphique 7). Entre le creux de 2008 et le sommet de 2014, la valeur des placements de la Caisse au Québec passe de 10,6 % à 15,9 % de la valeur du PIB de la province. Et si des critiques persistent quant au rôle joué par la CDPQ en matière de développement économique, elles seront pour la plupart balayées par sa participation dans le Réseau express métropolitain (REM), et plus récemment par la décision de faire passer à 100 milliards de dollars ses investissements au Québec d'ici 2026²².

Le constat qui se dégage de cette brève rétrospective paraît clair: moyennant certaines périodes d'ajustements, la CDPQ est parvenue à équilibrer son double mandat – à savoir faire fructifier l'actif sous gestion en profitant des opportunités offertes par l'économie du Québec. Reste maintenant à déterminer dans quelle mesure elle s'est avérée efficace dans sa mission de création de rendement.

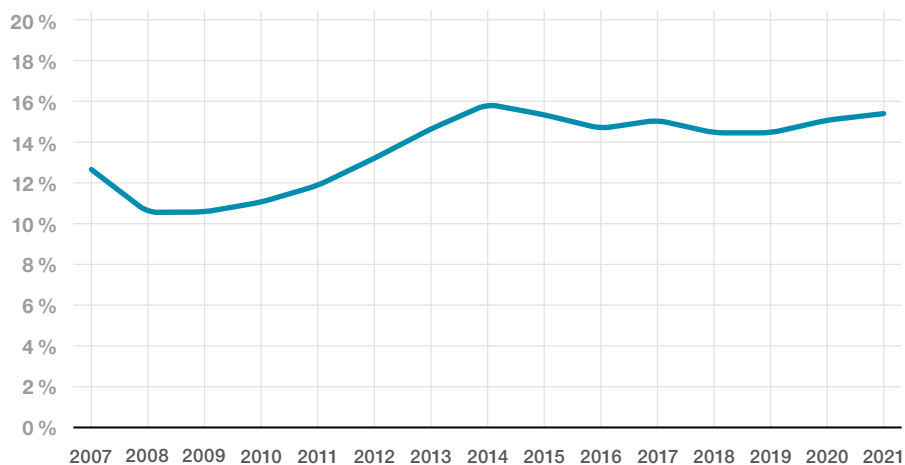
GRAPHIQUE 6

RENDEMENT ANNUEL NET DU PORTEFEUILLE GLOBAL DE LA CDPQ



GRAPHIQUE 7

POIDS DE L'ACTIF DE LA CDPQ INVESTI AU QUÉBEC EN POURCENTAGE DU PIB QUÉBÉCOIS



22 À cet effet, voir la présentation de l'allocation du PDG de la CDPQ au Cercle canadien le 5 décembre 2022 intitulée [Notre ambition: 100G\\$ en actifs au Québec d'ici 2026](#).

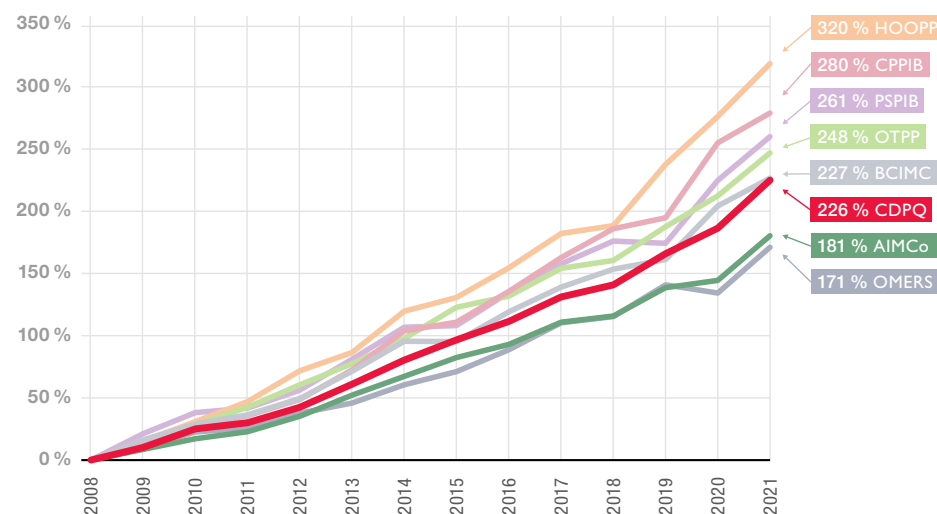
LA QUESTION DE L'EFFICACITÉ

En apparence exceptionnelle, la performance de la Caisse depuis la débâcle de 2008 perd de son lustre lorsqu'on la compare à celle des sept autres grands gestionnaires de caisses de retraite canadiennes (tableau 1, page suivante).

En s'appuyant sur la mesure du rendement cumulé sur la période 2009-2021²³ par chacune de ces organisations, ce qui revient à additionner l'effet composé par le rendement qu'elles ont dégagé chaque année²⁴, on constate que la Caisse se positionne au sixième rang du classement.

GRAPHIQUE 8

RENDEMENT NET CUMULÉ ENTRE 2009 ET 2021 PAR LES HUIT PRINCIPAUX GESTIONNAIRES DE FONDS DE PENSION AU CANADA



23 L'année financière de la CDPQ se termine au 31 décembre, mais ce n'est pas le cas de tous les principaux gestionnaires canadiens de caisses de retraite. Si HOOPP, OMERS, OTPP et AIMCo partagent la même année financière, celle de PSPIB, CPPIB et BCIMC se termine plutôt au 31 mars. Dans ces cas, les résultats du gestionnaire sont observés un trimestre plus tard. Par exemple, les données de 2021 collectées dans ce rapport donnent le résultat annuel du gestionnaire au 31 décembre 2021 (CDPQ, HOOPP, OMERS, OTPP, AIMCo) ou au 31 mars 2022 (PSPIB, CPPIB, BCIMC). L'impact des perturbations associées à la gestion de la pandémie de COVID-19 n'est donc pas constaté parfaitement au même moment.

24 Pour permettre la comparaison entre les huit gestionnaires dont la taille de l'actif n'est pas identique, les auteurs supposent que chacun débute avec un fonds identique, disons de 100 \$ à la fin de 2008. Chaque année, ce fonds fructifie en fonction des rendements dégagés par chacun des gestionnaires et profite donc de la notion d'intérêt composé – c'est-à-dire que le gestionnaire génère du rendement sur le rendement des années antérieures. Le rendement cumulé correspond à la croissance de ce fonds par rapport à sa valeur à la fin de 2008. Par exemple, la CDPQ présente un rendement cumulé de 226 % en 2021 soit l'expression en pourcentage de la progression du fonds évalué à 100 \$ à la fin de 2008 à une valeur de 326 \$ en 2021 rendue possible grâce aux rendements dégagés par la CDPQ sur cette période.

Moyennant un rendement cumulé de 226 % – ce qui implique que chaque milliard de dollars d'actif détenu en 2008 valait 3,26 milliards de dollars en 2021 en vertu du rendement obtenu, la CDPQ n'est parvenue qu'à dépasser AIMCo et OMERS. OTPP, qui gère les fonds du régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario, se positionne au quatrième rang du classement avec un rendement cumulé de 248 %, alors que PSPIB, qui gère l'actif de quatre régimes de pension de la fonction publique canadienne, se positionne au troisième rang avec un rendement cumulé de 261 %. Le régime de retraite des employés du système de santé ontarien – le HOOPP – domine le classement avec une croissance de 320 %, et est suivi par CPPIB, le gestionnaire de l'actif du Régime de pensions du Canada, qui affiche un rendement de 280 %.

TABLEAU I

**PORTRAIT DES HUIT PRINCIPAUX
GESTIONNAIRES DE FONDS DE PENSION DU CANADA**

	Actifs en 2021 (G\$)	Nombre de déposants	Fonds sous gestion
CPPIB	539,3	1 régime de pension	Régime de pensions du Canada
CDPQ	419,8	48 déposants	36 régimes de retraite (86,4 % de l'actif)
OTPP	241,6	1 régime de pension	Ontario Teachers' Pension Plan
PSPIB	230,3	4 régimes de pension	Régimes de pensions de la fonction publique du Canada, des Forces canadiennes, de la GRC et de la Force de réserve
BCIMC	211,1	30 déposants	11 régimes de retraite (78 % de l'actif)
AIMCo	168,3	32 déposants	Fonds de pension (68 % de l'actif)
HOOPP	114,4	1 régime de pension	Healthcare of Ontario Pension Plan
OMERS	120,9	1 régime de pension	Ontario Municipal Employee's Retirement System

Sans pour autant chercher à minimiser l'importance des écarts qui séparent la Caisse de ses pairs, on doit être conscient que la portée de cette comparaison est limitée. Alors que quatre des sept autres grands gestionnaires de fonds de pension canadiens n'ont qu'un seul client (voir tableau 1), la CDPQ gère l'actif de 48 déposants²⁵, principalement des régimes de retraite (tableau 2). Or, la Caisse a pour mission d'obtenir le « rendement optimal du capital des déposants dans le respect de leur politique de placement²⁶ » et doit de ce fait gérer chaque portion de l'actif sous gestion en fonction de la tolérance au risque des déposants et de leur horizon de placement (voir encadré à la page suivante), ce qui influence inévitablement le rendement moyen qu'elle parvient à dégager même si elle bénéficie d'un effet de volume comparable à celui de CPPIB, plus important fonds au Canada. En conséquence, on ne peut pas évaluer de manière objective son efficacité en comparant simplement son rendement à celui de ses pairs.

Pour parvenir à mesurer l'efficacité de la Caisse, la suite de l'analyse va reprendre les deux énoncés de mission dans leur sens le plus strict, afin de déterminer si :

- 1) le rendement généré par la CDPQ est convenable, c'est-à-dire s'il respecte la politique de placement des déposants en leur permettant d'assumer leurs obligations actuelles et futures auprès des cotisants;
- 2) le rendement généré par la CDPQ est optimal, ce qui revient à demander si la Caisse a généré le meilleur rendement possible compte tenu des contraintes associées à la politique de placement de ses déposants.

TABEAU 2
RÉPARTITION DE L'ACTIF NET DES 48 DÉPOSANTS À LA CDPQ AU 31 DÉCEMBRE 2022

	Premier dépôt	Actif en 2022	Part de l'actif
Fonds d'amortissement des régimes de retraite (FARR)	1994	107 499	26,8 %
Régime de rentes du Québec (RRQ)	1966	106 808	26,6 %
Régime de retraite des employés du gouvernement et des organismes publics (RREGOP)	1973	83 252	20,7 %
Régime supplémentaire de rente pour les employés de l'industrie de la construction du Québec	1970	28 498	7,1 %
Commission des normes, de l'équité, de la santé et de la sécurité au travail (CNESST)	1973	19 279	4,8 %
Fonds des générations	2007	17 766	4,4 %
Société de l'assurance automobile du Québec (SAAQ)	1978	13 373	3,3 %
Régime de retraite du personnel d'encadrement	1973	10 857	2,7 %
Autres régimes de retraite		9 861	2,5 %
Autres régimes d'assurance et autres déposants		4 694	1,2 %

25 Pour obtenir la liste complète des déposants à la CDPQ, consultez CDPQ (2023). [Créer de la valeur dans un contexte hors norme – Rapport annuel 2022](#), pages 28-29.

26 Source: [Loi sur la Caisse de dépôt et placement \(RLRO c C-2\)](#), section I – Constitution et mission de la Caisse, article 4.1.

QUE SIGNIFIE « RESPECT DE LA POLITIQUE DE PLACEMENT DES DÉPOSANTS » ?

Si le principe de respect de la politique de placement des déposants semble gouverner les activités d'investissement de la Caisse, la mécanique qui sous-tend ladite politique demeure opaque. Aussi, il a fallu étudier les commentaires des représentants de la CDPQ et des principaux déposants dans le cadre des *Auditions sur les résultats de la CDPQ* lors de la *Commission sur les finances publiques de 2009* pour comprendre son fonctionnement.

La **politique de placement des déposants** prévoit la répartition de leur actif en différents **portefeuilles spécialisés** construits par la CDPQ et « regroupant des titres de même type²⁷ » (*Marchés boursiers, Immeubles, Infrastructures, etc.*). Selon le représentant de la Régie de rentes du Québec à la Commission, l'élaboration de cette **politique de placement** débute par « un échange d'information entre les [déposants et la CDPQ]. La caisse va nous donner, par exemple, ses prévisions de rendement et risque pour chacune des catégories de portefeuille²⁸. [...] De notre côté, on transmet à la caisse un certain nombre de paramètres, par exemple notre horizon de [placement], notre espérance de rendement, qui est basée

sur notre analyse actuarielle²⁹ ». Basée sur ces informations, la CDPQ « fait sa propre recommandation en termes de portefeuille³⁰ ». Ensuite, « l'équipe régie fait une proposition, appelons-là intermédiaire, qu'elle présente à son comité sur la politique de placement de la régie. Le comité discute, écoute les gens de la caisse, [...] écoute le conseiller, écoute la régie³¹ ». Tout au long du processus, la CDPQ « appuie les comités décisionnels [des déposants] dans l'établissement de leur politique de placement, en mettant à profit sa connaissance des marchés et son expertise en gestion de portefeuille ». ^{32 33}

Sur les conseils de la CDPQ, les 48 déposants déterminent donc leur position dans les différents portefeuilles afin d'obtenir minimalement un rendement suffisant pour verser les prestations promises aux cotisants à court et à long terme, et ce, tout en limitant les risques indus. Les 48 **politiques de placement des déposants** ont donc nécessairement un impact sur le rendement moyen que la CDPQ parvient à dégager annuellement (figure I, page suivante) puisqu'une prise de risque moindre engendre des rendements moins attrayants à long terme.

27 Source: CDPQ (2022). *Investir dans un avenir durable – Rapport annuel 2021*, page 25.

28 Fait notamment référence à la politique d'investissement fournie par la CDPQ pour chacun de ces portefeuilles spécialisés et qui précise « l'approche de gestion, l'univers d'investissement et l'indice de référence, les objectifs de rendements, et l'encadrement des risques ». Source: CDPQ (2022). *Investir dans un avenir durable – Rapport annuel 2021*, page 25.

29 Source: Assemblée nationale – Première session, trente-neuvième législature. *Journal des débats de la Commission permanente des finances publiques – Auditions sur les résultats de la Caisse de dépôt et placement*, 14 mai 2009, vol. 41, n° 16, pages 22-23.

30 *Idem*

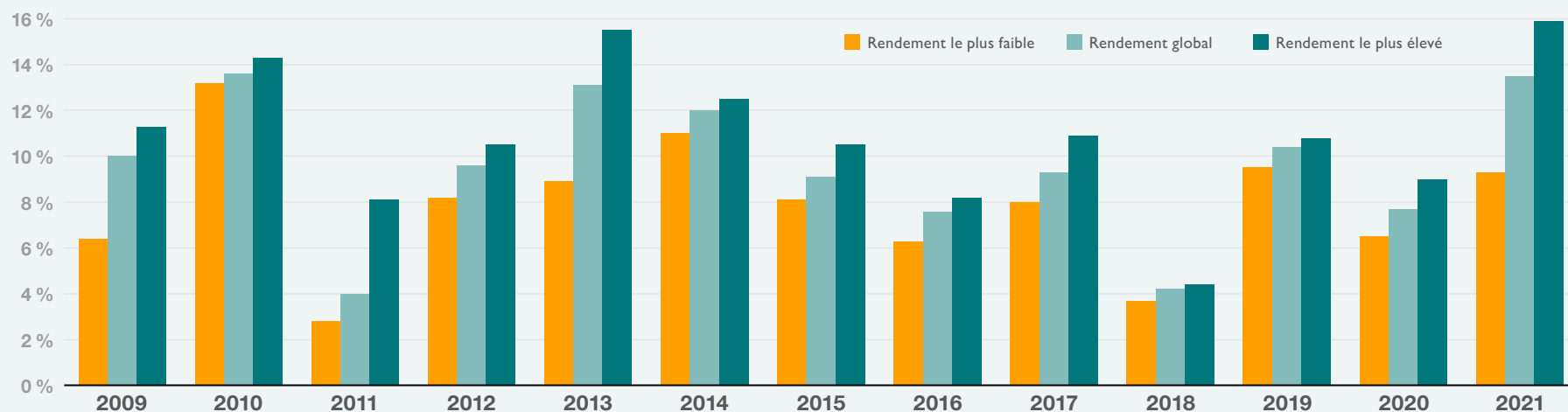
31 *Idem*

32 Source: CDPQ (2022). *Investir dans un avenir durable – Rapport annuel 2021*, page 24.

33 En tant que conseillère des déposants, la CDPQ fournit notamment « des analyses des marchés financiers et une évaluation des perspectives économiques, des hypothèses de rendement et de risque à long terme pour les principales catégories d'actif ainsi que pour les portefeuilles spécialisés, des simulations destinées à comparer les effets attendus à long terme de choix de portefeuilles de référence sur les rendements, le risque, la situation financière du régime ou son financement [ainsi que] des tests de tension pour mesurer le comportement du portefeuille de référence face à différents scénarios ». Source: CDPQ (2022). *Investir dans un avenir durable – Rapport annuel 2021*, page 24. Les simulations et les tests de tension font référence à des exercices d'optimisation par lesquels la CDPQ tente d'évaluer notamment « quel est le rendement espéré de cette diversification? Et quel est le risque qu'on peut supporter? Quel est le risque qui est associé à cette diversification en termes de placement? » dans le but d'établir un niveau de risque tolérable pour l'atteinte à long terme du rendement exigé par les déposants et d'obtenir, dans ces circonstances, le meilleur rendement possible. Source: Assemblée nationale – Première session, trente-neuvième législature. *Journal des débats de la Commission permanente des finances publiques – Auditions sur les résultats de la Caisse de dépôt et placement*, 20 mai 2009, vol. 41, n° 18, page 3.

FIGURE I

INTERVALLE DE RENDEMENT OBTENU PARMIS LES PRINCIPAUX DÉPOSANTS DE LA CDPQ



Une fois la stratégie « déposée », la CDPQ est seule responsable de la gestion de ses portefeuilles. Aux dires du représentant de la CSST, « la caisse est responsable d'effectuer la gestion active pour chaque catégorie d'actif mais à l'intérieur des bornes³⁴ que nous lui avons fixées. C'est à la caisse qu'incombe également la responsabilité de choisir les titres qui composent le portefeuille³⁵ ». La politique de placement des déposants concède donc à la CDPQ une certaine marge pour manœuvrer ses investissements dans ses différents portefeuilles afin de dénicher les « meilleurs » placements, et ce, dans le but d'obtenir un rendement plus élevé que celui attendu en moyenne sur les marchés.

Possédant l'expertise et la connaissance des marchés, la CDPQ est également la mieux placée pour identifier les risques, les rendements attendus, mais également pour identifier les marchés comparables et donc pour se donner des objectifs de valeur ajoutée. Selon le représentant du Fonds de la santé et de la sécurité des

travailleurs (FSST), « c'est prévu qu'on vise un objectif de rendement sur une période de 10 ans, un objectif de rendement nominal de 7 %, et c'est prévu que la gestion active de la caisse devrait viser à nous donner un objectif de 125 points centésimaux de valeur ajoutée. Ça, c'est prévu dans la politique [de placement]³⁶ ». Les cibles retenues pour évaluer la valeur ajoutée, appelées les indices de référence et représentant le rendement obtenu sur des marchés similaires, sont soit des indices généralement reconnus, soit des indices négociés avec les déposants. Le représentant du FSST précise toutefois que « c'est élaboré en discussion, parce qu'évidemment que, les indices de référence, c'est la caisse qui est mieux placée que nous, là, pour proposer des objectifs sous forme d'indice. On n'est pas les spécialistes, là, des placements de 18 portefeuilles spécialisés évidemment, mais il s'agit d'établir avec eux des objectifs³⁷ ».

34 Le tableau 9 du rapport annuel 2021 de la CDPQ présente le portefeuille de référence soit « la moyenne pondérée des décisions de répartition de l'actif prises par chacun des déposants dans le cadre de l'établissement de leur politique de placement » et des bornes consenties par les déposants. Source: CDPQ (2022). *Investir dans un avenir durable – rapport annuel 2021*, page 41.

35 Source: Assemblée nationale – Première session, trente-neuvième législature. *Journal des débats de la Commission permanente des finances publiques – Auditions sur les résultats de la Caisse de dépôt et placement*, 20 mai 2009, vol. 41, n° 18, page 2.

36 Source: Assemblée nationale – Première session, trente-neuvième législature. *Journal des débats de la Commission permanente des finances publiques – Auditions sur les résultats de la Caisse de dépôt et placement*, 20 mai 2009 – vol. 41, n° 18, page 4.

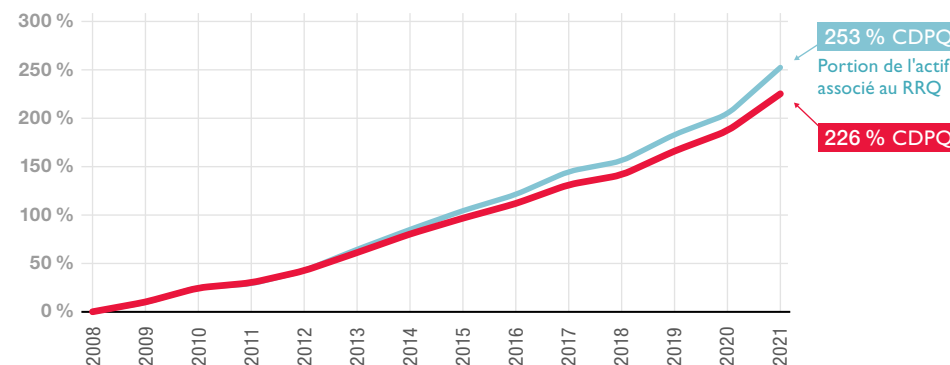
37 *Idem*

RENDEMENT DE LA CDPQ : SUFFISANT POUR QUE LES DÉPOSANTS ASSUMENT LEURS OBLIGATIONS?

Si on se fie à la santé financière des trois plus grands régimes sous gestion – qui cumulent à eux seuls près des trois quarts de l'actif géré par la Caisse – la réponse à cette première question est sans équivoque : le rendement généré par la Caisse permettra aux déposants d'honorer leurs engagements présents et futurs. C'est notamment le cas de la RRQ, le « bas de laine des Québécois ».

Entre 2008 et 2021, la Caisse a généré un rendement cumulé de 253 % sur la portion de l'actif sous gestion associée à la RRQ, soit approximativement 27 points de pourcentage de plus que celui obtenu en moyenne sur l'ensemble de l'actif sous gestion. C'est donc dire que si l'ensemble de ses déposants avaient eu la même politique de placement que la RRQ, la Caisse se serait positionnée au quatrième rang du classement établi au graphique 8, preuve que la politique de placement des nombreux déposants influence la capacité de la CDPQ à générer du rendement.

GRAPHIQUE 9
RENDEMENT NET CUMULÉ ENTRE 2009 ET 2021 PAR LA CDPQ



Sans surprise, ce rendement a contribué à la santé financière du régime de base³⁸ de la RRQ. Selon la plus récente évaluation actuarielle³⁹, l'actif de la RRQ – la réserve dans les documents actuariels – s'élevait à 103 G\$ en 2021, un niveau qui ne devait être atteint qu'en 2026 selon l'évaluation actuarielle précédente⁴⁰.

38 Régime sous gestion à la CDPQ depuis 1966. Le gouvernement a créé le régime supplémentaire en 2019 afin d'«augmenter graduellement le taux de remplacement du revenu procuré par le Régime jusqu'à ce qu'il atteigne 33,33 % des revenus de travail admissibles». Source: Retraite Québec (2021). [Rapport actuariel modifiant l'Évaluation actuarielle du Régime de rentes du Québec au 31 décembre 2018](#), page 36.

39 Source: Retraite Québec (2022). [Évaluation actuarielle du Régime de rentes du Québec au 31 décembre 2021](#), page VII.

40 Source: Retraite Québec (2020). [Évaluation actuarielle du Régime de rentes du Québec au 31 décembre 2018](#), page 20.

L'analyse actuarielle prévoit en outre que l'actif de la RRQ continuera de progresser même si les cotisations nettes sont désormais négatives, c'est-à-dire que les sorties de fonds excèdent la valeur globale des cotisations. Moyennant un rendement annuel de 6,1 % au cours des 50 prochaines années de la part de la CDPQ, l'évaluation prévoit que l'actif de la RRQ s'élèvera à 847 G\$ au tournant de la décennie 2070. Pour fins de comparaison, la CDPQ a fourni un rendement annuel moyen de 9,5 % entre 2009 et 2021.

La CDPQ a également contribué à la pérennité des régimes de retraite des employés de l'État, les deux autres plus grands régimes sous gestion à la Caisse.

Dans le cas du RREGOP, régime qui cumule les cotisations des employés, l'évaluation actuarielle publiée à l'automne 2022⁴¹ révélait que l'actif du régime excédait de 15,1 % la valeur actuarielle de ses obligations en 2021. Autrement dit, les participants ont cumulé un excédent d'un peu plus de 10 milliards de dollars, ce qui permettra de faire passer le taux de cotisation effectif de 9,69 % en 2023 à 9,09 % d'ici 2025⁴².

Le rôle joué par la CDPQ est encore plus visible du côté du FARR, le pendant « employeur » du RREGOP.

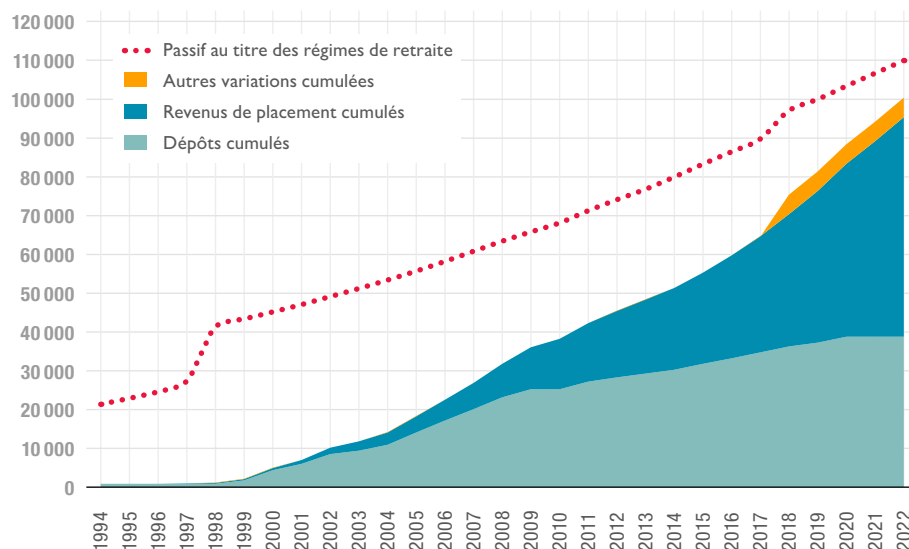
On doit ici rappeler que plutôt que de verser sa part des cotisations dans le régime de retraite de ses employés, le gouvernement a historiquement utilisé les montants dégagés pour réduire le recours à l'endettement sur les marchés financiers. Le gouvernement a ainsi réduit le rythme de croissance de sa dette directe consolidée, mais a contracté en contrepartie une dette à l'égard des régimes de retraite de ses employés.

En 1993, le gouvernement a créé le FARR (Fonds d'amortissement des régimes de retraite) afin de réduire la portion de sa dette associée au passif au titre des régimes de retraite. La stratégie du FARR est simple. Le gouvernement emprunte sur les marchés financiers pour effectuer des dépôts, et mise ensuite sur le fait que le gestionnaire du FARR – la CDPQ – obtient des rendements de placement supérieurs au coût des emprunts. *A posteriori*, la stratégie a visiblement porté fruit.

Tel qu'illustré au graphique 10, les revenus de placement générés par la CDPQ sur la base des emprunts ont largement contribué à la pérennité du FARR. Entre 2009-2022, la Caisse est parvenue à faire tripler la valeur du FARR en y ajoutant 48 milliards de dollars en revenus de placement contre 16 milliards de dollars en nouveaux dépôts de la part du gouvernement. En 2022, 56 % de la valeur du FARR provenait des revenus de placement générés par la CDPQ.

Selon le budget déposé en mars 2023⁴³, la capitalisation du FARR excédera le passif au titre des régimes de retraite au cours de l'exercice 2024-2025. Le gouvernement prévoit dès lors assurer une partie de ses obligations en retirant des sommes du FARR, le fonds étant de fait jugé pérenne.

GRAPHIQUE 10
ÉVOLUTION DE LA SITUATION DU FARR DEPUIS SA CRÉATION EN 1994 ET DU PASSIF AU TITRE DES RÉGIMES DE RETRAITE DU GOUVERNEMENT DU QUÉBEC



41 Source: Retraite Québec (2022). *Évaluation actuarielle du RREGOP au 31 décembre 2020*, page 3.

42 Des 10,6G\$ d'excédent, 3,6 G\$ seront dédiés à la réduction du taux de cotisation et 7 G\$ serviront à titre de réserve (fonds de stabilisation).

43 Source: Gouvernement du Québec (2023). *Un Québec engagé – Plan budgétaire 2023-2024*, section I – La dette du gouvernement du Québec.

CONVENABLE, CERTES, MAIS OPTIMAL ?

Tout en sachant que la santé financière des régimes sous gestion est en partie tributaire des taux de cotisation imposés par les régimes⁴⁴, force est d'admettre que la société d'État parvient à générer le rendement nécessaire pour que les déposants soient en mesure de répondre à leurs obligations présentes et futures, et ce, en respect de leur politique de placement respective. En d'autres termes, la CDPQ est parvenue à générer un rendement convenable, première condition à l'efficacité de la CDPQ. La question est maintenant de déterminer si ce rendement est optimal, c'est-à-dire si la Caisse est parvenue à tirer le meilleur rendement possible compte tenu des contraintes associées aux politiques de placement de ses déposants.

44 Par exemple, le taux de cotisation à la RRQ est passé de 4,95 % à 5,4 % de leur salaire admissible entre 2012 et 2017, ce qui représente une hausse de 9,1 %. Le taux de cotisation effectif prévu par la loi (10,8 % ou 2 X 5,4 %) est désormais supérieur à celui nécessaire pour maintenir le ratio entre les sommes capitalisées et les sorties de fonds. En d'autres termes, la RRQ pourrait abaisser le taux de cotisation payé par les employés et leurs employeurs sans compromettre la capacité du fond à honorer ses engagements à long terme. Source: Retraite Québec (2022). [Évaluation actuarielle du Régime de rentes du Québec au 31 décembre 2021](#), pages 29-30.

RENDEMENT DE LA CDPQ : UNE GESTION OPTIMALE ?

Dans les trois premiers volets de la série *Productivité du secteur public québécois*, l'efficacité des sociétés d'État québécoises a été mesurée en rapportant la quantité de ressources employées à la valeur ajoutée, c'est-à-dire à la richesse nette dégagée de leurs activités d'exploitation.

Conformément à la définition employée par la plupart des agences statistiques, notamment par Statistique Canada, la valeur ajoutée était alors obtenue en additionnant la rémunération du travail et la rémunération du capital, ou de manière équivalente, en déduisant les achats intermédiaires des ventes. Une fois évaluée en proportion des ressources humaines et/ou physiques déployées pour générer cette valeur ajoutée, on obtenait une mesure de productivité qui permettait d'évaluer l'efficacité avec laquelle les sociétés d'État assumaient leur mandat respectif.

Cette approche ne peut toutefois pas être employée pour évaluer l'efficacité de la CDPQ. Dans la mesure où la Caisse a pour mandat de générer du rendement sur un actif équivalant actuellement à environ 80 % du PIB du Québec alors qu'elle n'emploie que quelques milliers d'employés et des ressources physiques limitées, la mesure de la productivité prend des proportions qui empêchent toute comparaison, que ce soit à travers le temps ou par rapport à ses pairs. Pour cette raison, on utilise une variation financière du concept de valeur ajoutée, mesure qui se rapproche de celle employée par la Caisse pour évaluer la performance de ses gestionnaires.

La valeur ajoutée prend ici la forme d'un différentiel de rendement, et s'obtient en comparant le rendement généré par la Caisse à celui adossé à des indices de référence. La valeur ajoutée réfère donc à la portion de la richesse dégagée par la gestion active des fonds sous gestion qui excède le rendement qui aurait théoriquement pu être atteint sur les marchés.

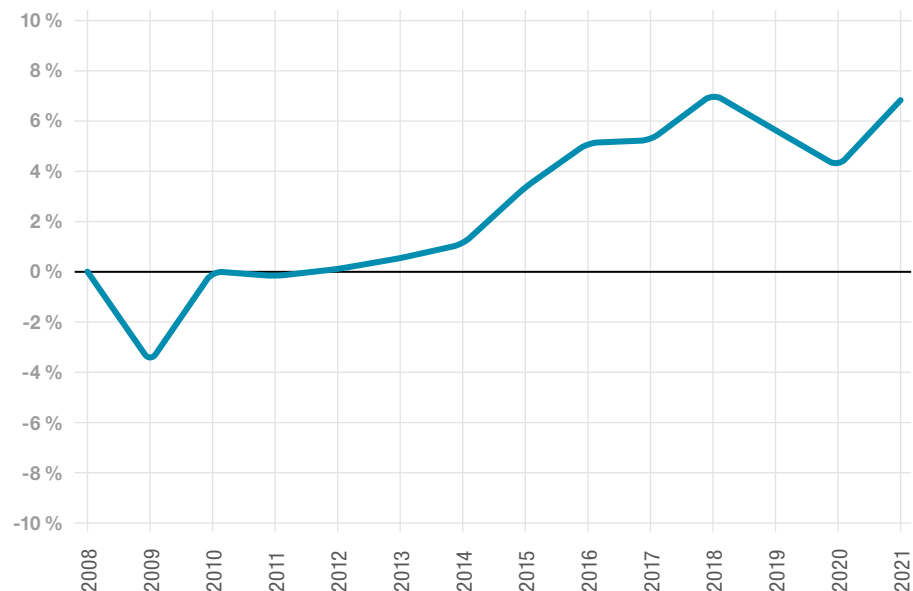
Dans un premier temps, on utilise les indices de référence définis à l'interne par la Caisse. Il s'agit soit d'indices généralement reconnus, soit d'indices négociés avec les déposants en respect de leur politique de placement⁴⁵. Dans un cas comme dans l'autre, les indices sélectionnés reflètent le rendement obtenu sur des marchés similaires à ceux où la Caisse est active.

À la différence de la Caisse, qui évalue la valeur ajoutée en milliards de dollars en se basant sur le rendement annualisé de la CDPQ sur un horizon de 1, 5 ou 10 ans, on cumule cette valeur ajoutée à travers le temps afin de jauger la capacité de long terme de ses gestionnaires à générer du rendement. La mesure s'effectue donc en différenciant le rendement cumulé par la Caisse tel que présenté au graphique 8 à celui qui aurait été obtenu si les fonds avaient été placés dans les marchés de référence.

Ce faisant, on constate que les gestionnaires de la Caisse ont cumulé 7 % de valeur ajoutée entre 2008 et 2021 (graphique 11). C'est donc dire que pour chaque milliard d'actif sous gestion détenu en 2008, la Caisse est parvenue à constituer un actif de 3,26 milliards de dollars au terme de l'année 2021 grâce à ses rendements, tandis qu'un portefeuille répliquant les indices de référence aurait plutôt généré un actif de 3,05 milliards de dollars, donnant de fait un avantage de 7 % en faveur de la stratégie de la CDPQ. En d'autres termes, la Caisse aura dégagé 210 millions de valeur ajoutée pour chaque milliard d'actif au terme de treize années de gestion active. On notera que l'essentiel de la valeur ajoutée dégagée par la CDPQ s'est accumulé à partir de 2014. C'est donc dire qu'au cours des années précédentes, la Caisse dégageait le même rendement cumulé que son indice de référence global.

Bien que la capacité de la Caisse à générer du rendement puisse paraître faible, on peut difficilement établir de constat clair en l'absence de cadre de référence. Pour cette raison, on doit élargir la comparaison en comparant la Caisse à ses pairs.

GRAPHIQUE 11
VALEUR AJOUTÉE CUMULÉE PAR LA CDPQ
BASÉE SUR SON PROPRE INDICE DE RÉFÉRENCE

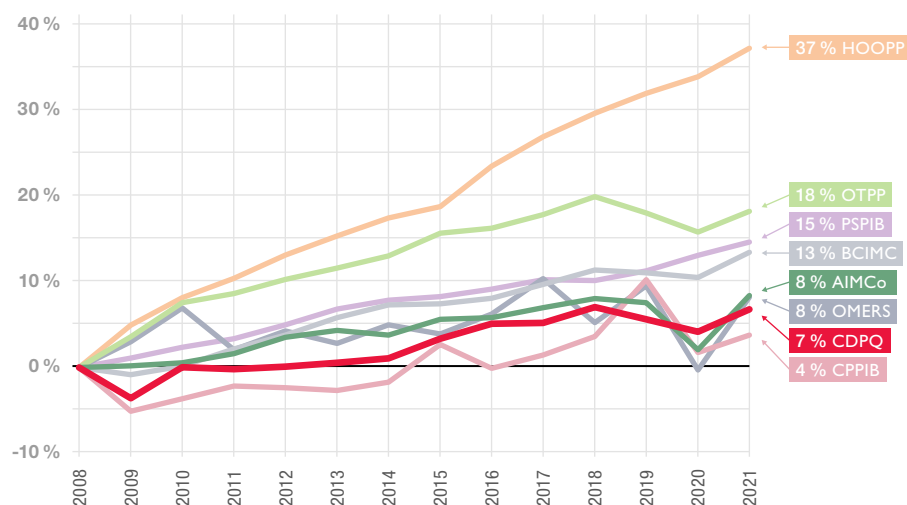


45 « Les indices des marchés liquides, c'est-à-dire obligations, actions, bons du Trésor, ce qui est connu, facile, les pairs ont en général les mêmes indices que la caisse. Mais, quand vous avez des portefeuilles comme *Infrastructures, Placements privés, Immobilier, Dettes immobilières*, qui sont des portefeuilles spécifiques, les indices sont faits en collaboration avec nos déposants. ». Selon un représentant de la CDPQ à la Commission sur les finances publiques de 2009, les indicateurs retenus par les déposants sont plutôt exigeants: « Ce ne sont pas nécessairement des indices de marché, ce sont très souvent des indices négociés avec nos déposants, et nos déposants, avec les années, ont mis des indices assez... et on est d'accord avec ça, la barre est haute. ». Source: Assemblée nationale du Québec – Première session, trente-neuvième législature. [Journal des débats de la Commission permanente des finances publiques. Auditions sur les résultats de la Caisse de dépôt et placement](#), 19 mai 2009 – vol. 41, n° 7, pages 16-17.

En mesurant la valeur ajoutée par les sept autres grands gestionnaires canadiens par rapport à leur propre indice de référence, on constate que seul CPPIB a généré moins de valeur ajoutée que la CDPQ dans cet intervalle (graphique 12). La Caisse se positionne tout juste derrière OMERS et AIMCo, qui ont généré 8 % de valeur ajoutée, et loin derrière BCIMC (13 %), PSPIB (15 %) et OTPP (18 %). Le HOOPP domine à nouveau le classement avec une valeur ajoutée de 37 % par rapport à son indice de référence. À première vue, cette comparaison laisse présager que la Caisse peine à dégager de la valeur ajoutée de sa gestion active des fonds sous gestion.

GRAPHIQUE 12

VALEUR AJOUTÉE CUMULÉE ENTRE 2009 ET 2021 BASÉE SUR LE PROPRE INDICE DE RÉFÉRENCE DES GESTIONNAIRES



On doit toutefois être conscient que dans sa forme actuelle, la portée de la comparaison est limitée. Contrairement aux indicateurs de productivité traditionnels, qui sont basés sur des mesures standardisées, la capacité des gestionnaires de fonds à générer de la valeur ajoutée a ici été mesurée sur la base d'indicateurs définis à l'interne. La rigueur des indices de référence est donc variable, ce qui peut influencer la capacité des gestionnaires de fonds à dégager de la valeur ajoutée par rapport à leur propre indice de référence. En d'autres termes, la Caisse pourrait être désavantagée par la rigueur des indices sélectionnés par ses pairs.

Pour contourner cet enjeu méthodologique, on peut ramener les huit gestionnaires sur un pied d'égalité en utilisant le même indice de référence pour mesurer leur capacité à dégager de la valeur ajoutée. L'indice de référence de CPPIB a été retenu pour les fins de l'exercice.

Contrairement à la CDPQ, l'indice de référence utilisé par CPPIB est basé sur les rendements générés par une stratégie d'investissement « classique » – 85 % sur les marchés boursiers et 15 % sur les marchés obligataires⁴⁶ – plutôt que de référer aux rendements moyens obtenus sur les marchés dans lesquels ils sont actifs. L'explication fournie par le gestionnaire résume parfaitement la logique sous-jacente :

« Afin de répondre aux critères de simplicité, d'économie et d'investissabilité, le portefeuille de référence du RPC se compose uniquement de catégories d'actifs sur les marchés publics, qui sont représentées par des indices de marché généraux dont les titres sont investissables à un minimum de frais. La composition du portefeuille couvre la plupart des marchés publics mondiaux des actions et des obligations. En tant qu'option de stratégie de placement à gestion passive, le portefeuille de référence du RPC constitue donc une mesure de comparaison pour le rendement à long terme du portefeuille réel⁴⁷. »

46 Le portefeuille de référence de CPPIB représente le risque que doit supporter le Régime de pensions du Canada pour respecter son mandat, soit l'atteinte d'un rendement maximal tout en minimisant les pertes potentielles. Depuis 2019, ce niveau de risque équivaut à un portefeuille composé à 85 % d'actions sur les marchés mondiaux (indice mondial S&P des sociétés à forte et à moyenne capitalisation) et à 15 % d'obligations des gouvernements canadiens (indice tous gouvernements FTSE Canada). CPPIB évalue qu'un portefeuille composé à 50 % d'actions et à 50 % d'obligations serait toutefois suffisant pour que le Régime de pensions du Canada respecte ses engagements à moyen et long terme, ce qui ne correspondrait toutefois pas à un rendement maximal. Au milieu des années 2010, étant donné la position financière du régime et l'objectif d'atteindre un rendement maximal, « le conseil et la direction de [CPPIB] ont approuvé une hausse progressive du niveau de risque pour atteindre l'équivalent de celui d'un portefeuille composé à 85 pour cent d'actions mondiales et à 15 pour cent d'obligations des gouvernements canadiens ». Auparavant, la répartition du portefeuille de référence était plutôt à 65 % d'actions et à 35 % d'obligations. Les indices visant à représenter les catégories actions et obligations ont également été modifiés à plusieurs reprises à travers le temps. Source: Office d'investissement du RPC (2017). [Investir pour nos cotisants et nos bénéficiaires – Rapport annuel 2017](#), page 26.

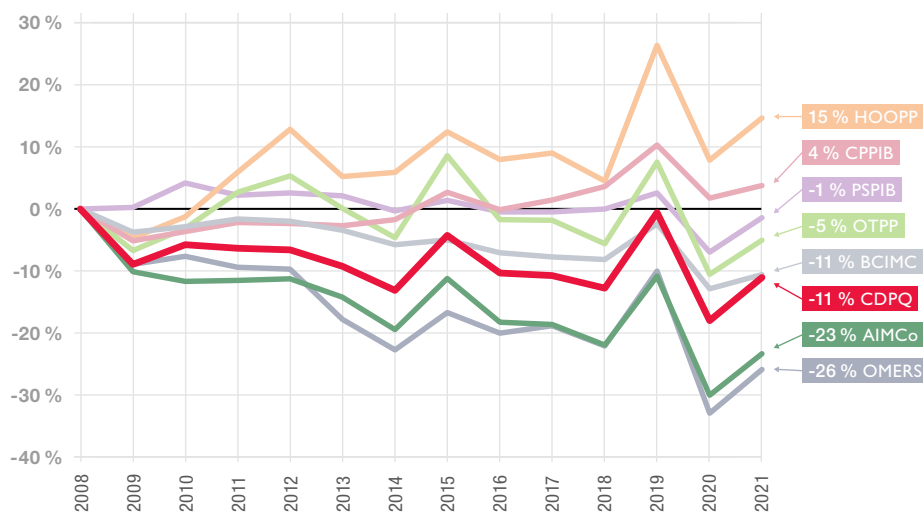
47 Source: Office d'investissement du Régime de pensions du Canada (2014). [Rapport annuel 2014](#), page 22.

En somme, l'indice de référence de CPPIB compare le résultat d'une gestion active à celui obtenu par une approche passive à long terme, une approche qui permet d'évaluer la capacité des gestionnaires de fonds à générer un rendement optimal.

Ce faisant, on constate que la gestion active de la CDPQ n'aurait tout simplement pas généré de valeur ajoutée par rapport à une stratégie passive (graphique 13). De 2009 à 2021, la Caisse a généré grâce à ses rendements un actif 11 % moins important que celui produit par l'indice de référence de CPPIB. La plupart des gestionnaires se retrouvent dans une position similaire. C'est le cas d'OMERS et d'AIMCo, qui sont désormais relégués dans le bas du classement avec une valeur ajoutée négative, mais également de OTPP et PSPIB, qui se positionnaient relativement bien dans le classement précédent. Seuls le CPPIB et le HOOP sont parvenus à dégager de la valeur ajoutée.

Si la comparaison avec l'indice de référence de CPPIB tend à confirmer le fait que la CDPQ peine à dégager de la valeur ajoutée, elle demeure sujette à la critique. Contrairement à la Caisse, le CPPIB gère l'actif d'un seul déposant – le Régime de pensions du Canada – qui « a un horizon de placement beaucoup plus long que celui de la plupart des investisseurs⁴⁸ ». Ses « actifs futurs et les tendances en matière de flux de trésorerie [...] sont très prévisibles et assez stables⁴⁹ », ce qui lui permet de prendre davantage de risques sans compromettre le respect de ses engagements à court ou à long terme. Dans la mesure où le portefeuille de référence de CPPIB reflète cette réalité, la Caisse pourrait être désavantagée par le fait qu'elle gère l'actif de nombreux déposants ayant des horizons de placement différents.

GRAPHIQUE 13
VALEUR AJOUTÉE CUMULÉE ENTRE 2009 ET 2021
BASÉE SUR L'INDICE DE RÉFÉRENCE DE CPPIB



48 Source: Office d'investissement du RPC (2017). [Investir pour nos cotisants et nos bénéficiaires – Rapport annuel 2017](#), page 20.

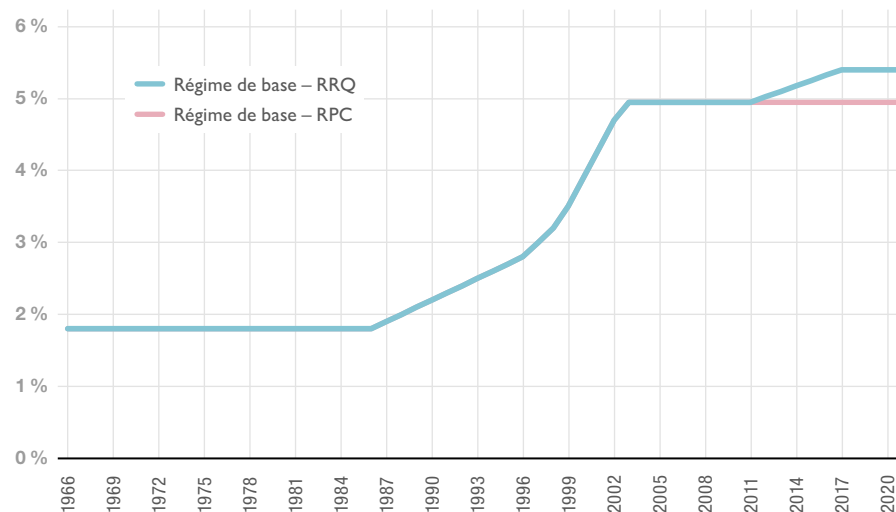
49 *Idem*

À nouveau, on peut minimiser cet enjeu en concentrant l'analyse sur la portion de l'actif sous gestion associée à la RRQ. L'ampleur des actifs respectifs n'est certes pas la même étant donné les différences au niveau du nombre de cotisants – l'actif du RPC est 5 fois plus important que celui de la RRQ – mais la RRQ profite du volume associé à la taille de la CDPQ. Il s'agit par ailleurs de part et d'autre de fonds parvenus à maturité, qui ont des obligations similaires auprès de leurs cotisants et qui longtemps ont bénéficié de taux de cotisations similaires (graphique 14).

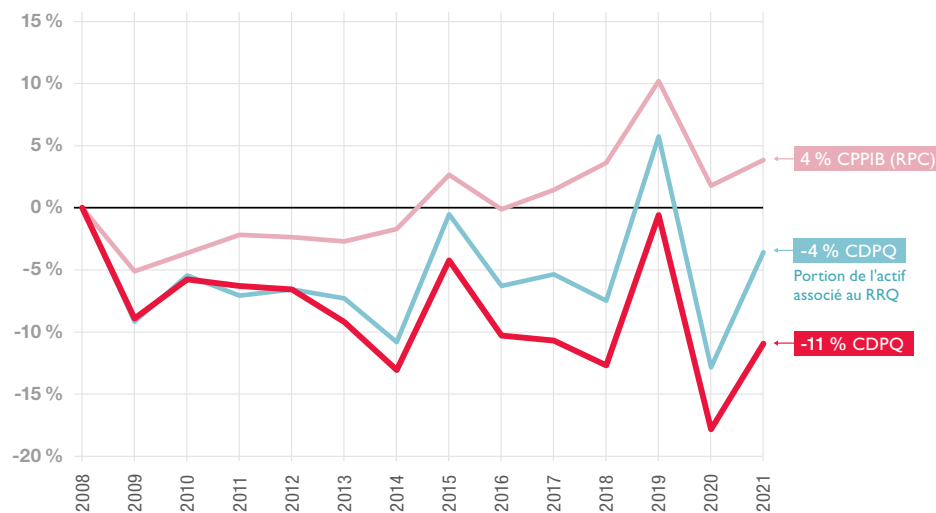
Tel qu'on peut le voir au graphique 15, la valeur ajoutée dégagée à partir de l'actif de la RRQ (en bleu) a systématiquement été supérieure à celle générée en moyenne sur l'ensemble de l'actif sous gestion (en rose). Cela dit, le constat quant à la capacité de la CDPQ à générer de la valeur ajoutée reste le même. Alors que CPPIB se situe en territoire positif depuis 2014 en matière de valeur ajoutée, la Caisse n'est pas parvenue à s'y maintenir malgré les sommets atteints en 2014 et en 2019.

À ce stade-ci, le verdict paraît donc sans appel: même en prenant en compte la plupart des contraintes propres à ses opérations, la Caisse ne parvient vraisemblablement pas à dégager un rendement optimal.

GRAPHIQUE 14
ÉVOLUTION DES TAUX DE COTISATION DES TRAVAILLEURS ET DES EMPLOYEURS AU RÉGIME DE BASE DE LA RRQ ET DU RPC



GRAPHIQUE 15
VALEUR AJOUTÉE CUMULÉE ENTRE 2009 ET 2021
BASÉE SUR L'INDICE DE RÉFÉRENCE DE CPPIB



AUTRES CONSIDÉRATIONS CONCERNANT L'EFFICACITÉ DE LA CDPQ

Compte tenu du voile d'opacité qui entoure la gestion de la Caisse, l'analyse de l'efficacité avec laquelle elle assure son mandat représente un défi, et demeure de fait imparfaite.

Les réponses obtenues à la douzaine de questions soumises en vertu de la Loi sur l'accès aux documents des organismes publics et sur la protection des renseignements personnels n'ont pas permis de pousser l'analyse au-delà des mesures de performance qui ont été présentées – en partie parce que les réponses étaient banales, mais également en raison du refus de répondre aux questions clés en vertu du principe de préservation de la position stratégique de la Caisse – de sorte que d'importantes zones d'ombre persistent (consultez l'annexe pour les détails des demandes d'accès à l'information).

Néanmoins, la conclusion n'en demeure pas moins claire : la société d'État ne parvient pas à assumer efficacement son mandat, et à ce chapitre, un certain nombre d'aspects additionnels doivent être considérés.

D'abord, on doit noter que la création de valeur ajoutée observée à partir de 2014 coïncide avec une augmentation importante des charges de la CDPQ (graphique 16).

Quatre facteurs seraient en cause :

- les charges d'exploitation, soit les « frais versés pour la gestion et l'administration des portefeuilles et des investissements gérés à l'interne⁵⁰ » ont augmenté de 128 % entre 2014 et 2021, une hausse qui témoigne d'une augmentation de 68 % de l'effectif de la Caisse (graphique 17) ;
- les coûts de transactions, soit les frais « attribuables à l'acquisition, à la vente et à l'émission d'instruments financiers⁵¹ » ont augmenté de 247 % ;
- les frais de gestion externe associés aux marchés boursiers, soit « les sommes versées directement à des gestionnaires de fonds institutionnels pour gérer les titres boursiers appartenant à la CDPQ⁵² » sont 13 fois plus élevés qu'en 2014 ;
- les frais de gestion externe associés aux placements privés, soit « les frais pour la gestion des placements sur les marchés privés effectuée par des gestionnaires externes⁵³ » – un poste absent des états financiers de la Caisse avant 2019, puisque directement déduit des rendements – comptaient pour au moins le tiers des charges de la CDPQ.

A priori, non seulement la CDPQ peine-t-elle à dégager de la valeur ajoutée des fonds sous gestion, mais lorsqu'elle y parvient, sa performance s'accompagne d'une augmentation importante des frais de gestion interne et externe.

50 CDPQ (2022). *Investir dans un avenir durable – rapport annuel 2021*, page 137. Ces charges incluent les salaires et avantages sociaux, les loyers, l'entretien, le matériel et l'amortissement ainsi que les charges de services informatiques et professionnels, de services de données et d'abonnement, etc.

51 *Idem*. Les rapports annuels de la CDPQ précisent que les coûts de transaction comprennent notamment « les frais de revue diligente financière, juridique, fiscale ou en matière ESG; les honoraires et les commissions versés à des consultants et à des institutions financières externes; les frais de courtage et les prélèvements des agences réglementaires; les droits et les taxes de transfert ».

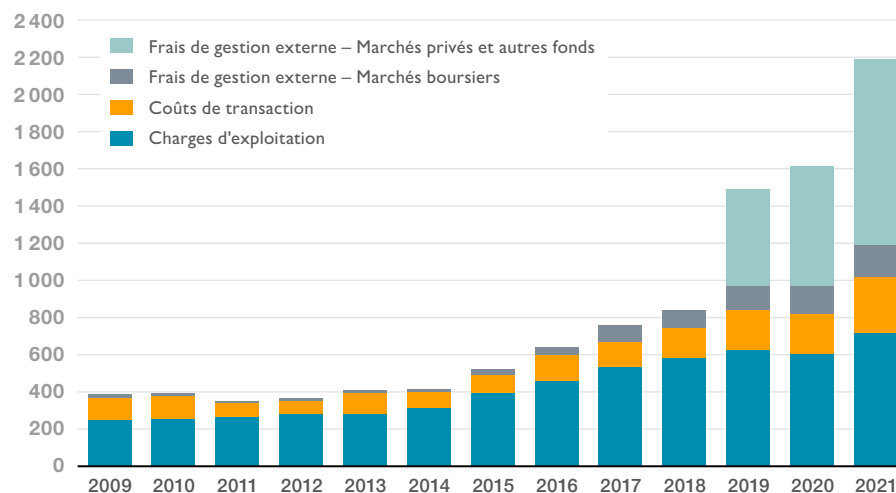
52 CDPQ (2022). *Investir dans un avenir durable – rapport annuel 2021*, page 158.

53 *Idem*. Selon les rapports annuels de la CDPQ, les frais de gestion externe – *Marchés boursiers* ou *Placements privés* et autres – incluent « des frais de gestion, qui sont calculés sur le montant des actifs détenus par le fonds » ainsi que des « frais de performance, soit des incitatifs payables lorsque les rendements générés excèdent un taux de rendement cible, assurant ainsi un alignement d'intérêt entre le gestionnaire et la CDPQ ». Source: CDPQ (2022). *Investir dans un avenir durable – rapport annuel 2021*, page 137.

GRAPHIQUE 16

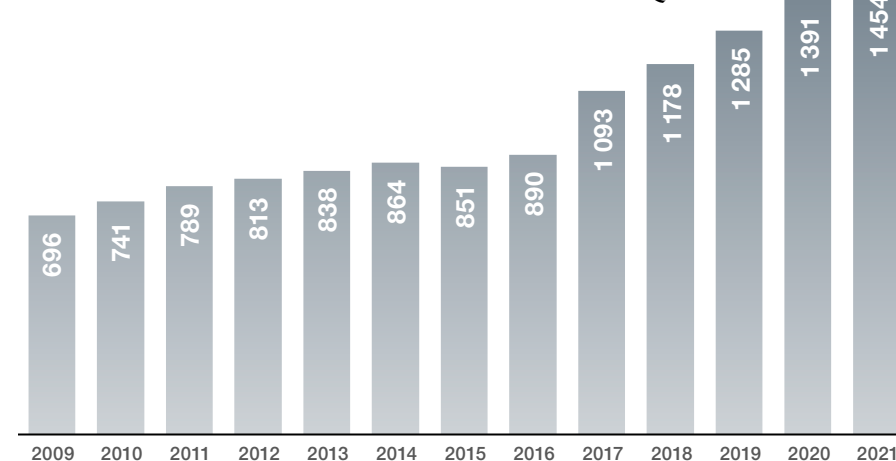
ÉVOLUTION DES CHARGES D'OPÉRATION DE LA CDPQ

En millions de dollars



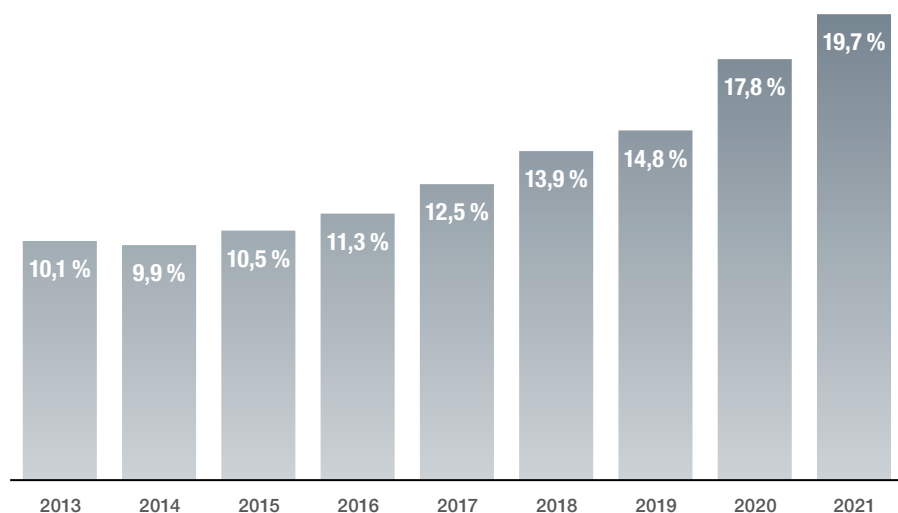
GRAPHIQUE 17

ÉVOLUTION DU NOMBRE D'EMPLOYÉS À LA CDPQ

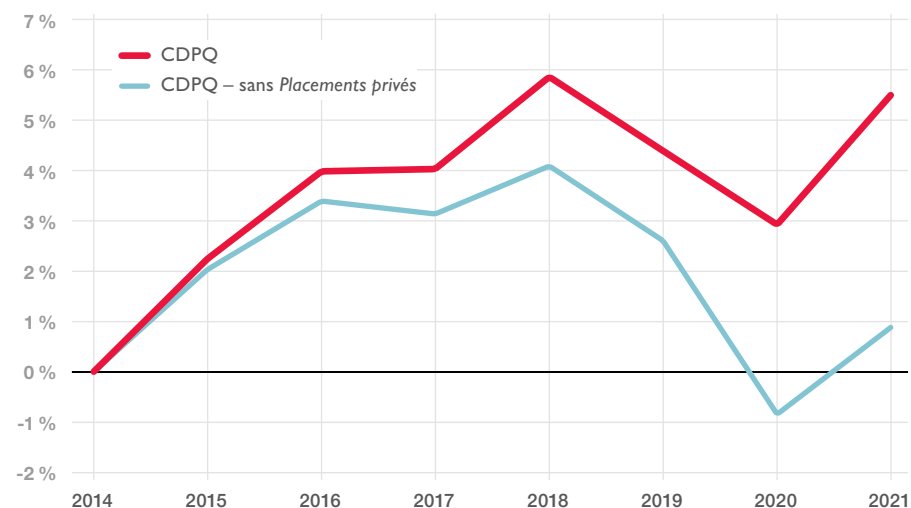


On doit par ailleurs être conscient qu'une large part de la valeur ajoutée cumulée par la CDPQ depuis 2014 provient du portefeuille de *Placements privés*⁵⁴, portefeuille qui rassemble les prises de participation directes et indirectes de la Caisse dans l'actionnariat d'entreprises non cotées en bourse et dont la taille a pratiquement doublé en importance dans cet intervalle (graphique 18). N'eût été la performance de ces placements, la valeur ajoutée générée par la Caisse par rapport à son propre indice de référence aurait été nettement plus faible depuis 2014 (graphique 19).

GRAPHIQUE 18
POIDS DU PORTEFEUILLE DE *PLACEMENTS PRIVÉS* DANS
L'ENSEMBLE DU PORTEFEUILLE GLOBAL DE LA CDPQ



GRAPHIQUE 19
VALEUR AJOUTÉE CUMULÉE PAR LA CDPQ BASÉE SUR SON PROPRE INDICE
DE RÉFÉRENCE AVEC ET SANS LE PORTEFEUILLE DE *PLACEMENTS PRIVÉS*



54 La CDPQ mentionne que son portefeuille spécialisé *Placements privés* « regroupe les activités de gestion des placements privés dans les métiers d'investissement d'acquisitions par emprunt, de capital de développement, de capital de risque, de dette en détresse, de dette mezzanine et de restructuration ». Source: CDPQ (2022). [Renseignements additionnels au Rapport annuel 2021](#), page 22. La CDPQ précise que le portefeuille *Placements privés* est composé de « participations directes, principalement dans des sociétés privées, mais également dans des fonds d'investissement performants ». Source: CDPQ (2022). [Investir dans un avenir durable – rapport annuel 2021](#), page 55.

Le problème, c'est qu'on peut difficilement valider le rendement associé à ces placements étant donné l'absence de valeur marchande. En pratique, l'évaluation des placements privés⁵⁵ implique des hypothèses qui reposent principalement sur des données non observables sinon « sur des données d'entrée observables ajustées de manière importante afin de refléter les caractéristiques propres à l'instrument financier évalué⁵⁶ ». La CDPQ reconnaît donc que « le recours à des hypothèses raisonnablement possibles pourrait se traduire par des justes valeurs différentes⁵⁷ » et, par la même occasion, que « le fait que différentes évaluations de la juste valeur existent reflète le jugement, les estimations et les hypothèses appliquées ainsi que l'incertitude relative à la mesure de la juste valeur de ces instruments financiers⁵⁸ ».

La mécanique d'évaluation de l'indice de référence s'avère tout aussi approximative. Sujet aux changements de méthodologie⁵⁹, l'indice de référence employé depuis le 1^{er} janvier 2022 pour mesurer la valeur ajoutée du portefeuille de *Placements privés* est désormais composé à 25 % de l'indice MSCI ACWI non couvert et à 25 % de l'indice Morningstar Québec Banque Nationale, des indices boursiers qui représentent la valeur boursière d'entreprises cotées en bourse – donc publiques – et à 50 % de l'indice GXPEI ajusté non couvert, un indice produit par State Street⁶⁰ qui tente de mesurer la valeur des entreprises privées.

Bref, rien ne garantit que l'évaluation du rendement et la valeur ajoutée associée au portefeuille de *Placements privés* est adéquate, ce qui constitue un enjeu majeur lorsqu'on sait que l'essentiel de la valeur ajoutée dégagée par la Caisse depuis 2014 repose sur ce portefeuille.

55 Dans ses états financiers, la CDPQ mentionne que « la juste valeur des actions de placements privés est établie principalement selon la méthode de marché, qui comprend les techniques des multiples de sociétés comparables et des multiples de transactions comparables. La CDPQ détermine les sociétés comparables selon l'industrie, la taille, la situation financière et les stratégies et sélectionne un multiple approprié pour chacune des sociétés comparables identifiées. Cette technique s'appuie sur des données d'entrée observables et non observables telles que les multiples du bénéfice avant intérêts, impôts et amortissement (BAIIA) et d'autres multiples. [...] La CDPQ a aussi recours aux informations relatives aux transactions récentes effectuées sur le marché pour l'évaluation de placements privés et d'infrastructures ». Source: CDPQ (2023). [Créer de la valeur dans un contexte hors norme – Rapport annuel 2022](#), page 173.

56 Source: CDPQ (2023). [Créer de la valeur dans un contexte hors norme – Rapport annuel 2022](#), page 178.

57 *Idem*

58 *Idem*

59 Source: CDPQ (2023). [Créer de la valeur dans un contexte hors norme – Rapport annuel 2022](#), pages 230-231.

60 Source: State Street, [Private Equity Index](#).

CONCLUSION ET RECOMMANDATION

À terme, le portrait qui se dégage de la présente analyse est sans équivoque : la caisse arbitre parfaitement le double mandat qui lui a été confié il y a plus de 50 ans, mais ne l'assume pas de manière particulièrement efficace.

Depuis la débâcle de 2008, la Caisse a cumulé un rendement impressionnant – l'actif de la Caisse a plus que triplé dans l'intervalle grâce à un rendement annuel moyen de 9,5 % – mais ce rendement s'avère relativement faible lorsqu'on le compare à celui obtenu par les autres principaux gestionnaires de caisses de retraite au Canada.

Évidemment, ce retard peut se justifier par la nécessité d'opérer en respect des politiques de placement de chaque déposant, et pour cette raison, l'évaluation de la performance de la Caisse doit s'effectuer au-delà de la simple analyse du rendement dégagé. Ce faisant, on constate que le rendement généré par la Caisse s'avère conforme aux exigences stipulées par les politiques de placement des déposants. En d'autres termes, le rendement qu'elle offre aux déposants garantit que ces derniers seront en mesure d'honorer leurs engagements actuariels. En revanche, ce rendement semble loin d'être optimal.

De 2008 à 2014, la CDPQ n'a pas dégagé de valeur ajoutée, ce qui signifie que ses gestionnaires ne sont pas parvenus à se démarquer de leurs indices de référence. Dans l'intervalle, les déposants ont donc obtenu un rendement équivalent à celui obtenu sur les marchés. Par la suite, l'essentiel de la valeur ajoutée dégagée a été cumulé sur la base de placements privés, placements pour lesquels on peut difficilement évaluer concrètement la valeur de marché, et conséquemment d'évaluer adéquatement la valeur ajoutée qui leur est associée.

La situation est d'autant plus préoccupante lorsqu'on sait que la Caisse n'aurait pas dégagé de valeur ajoutée si elle avait utilisé l'indice de référence de CPPIB, un indice de référence « neutre » qui permet de mesurer l'efficacité des gestionnaires en les comparant au rendement obtenu en vertu d'une stratégie de placement passive – mais risquée – sur les marchés obligataires et boursiers.

Sur la base de ces constats, une recommandation s'impose: améliorer la reddition de comptes.

Actuellement, le voile d'opacité qui entoure la divulgation des résultats de la CDPQ empêche toute analyse poussée de sa performance et au final, les déposants ne peuvent identifier si les coûts associés à la gestion active de leurs fonds sont conséquents avec le rendement qu'ils obtiennent.

À brève échéance, la Caisse pourrait améliorer sa reddition de comptes en proposant des mesures alternatives pour évaluer la valeur ajoutée.

Même si les gestionnaires de la Caisse estiment que leurs indices de référence sont contraignants, cette approche élude la notion de coût d'opportunité en ne permettant qu'une évaluation à la marge de l'efficacité de ses gestionnaires en comparant le rendement qu'ils ont dégagé à celui obtenu dans des marchés similaires. Sur le fond, rien n'assure que ce rendement est optimal, à savoir si les gestionnaires ont utilisé la meilleure stratégie pour faire fructifier l'actif sous gestion.

Plutôt que de se contenter d'évaluer la performance de ses gestionnaires sur la base du rendement moyen obtenu dans les marchés où elle est active, la Caisse devrait proposer des mesures alternatives afin de permettre aux déposants d'évaluer si sa gestion active de leurs fonds s'avère ultimement plus rentable qu'une stratégie passive qui minimise les coûts d'opération. Ce n'est que sous de telles conditions qu'il sera possible d'évaluer l'efficacité de ses gestionnaires, et ultimement de justifier l'octroi de bonis de performance.

SOURCE DES DONNÉES

GRAPHIQUE 1

Les données proviennent des divers documents financiers (rapport annuel de gestion, rapport de gestion, états financiers et statistiques financières, rapport annuel, statistiques financières, rapport d'activités, survol des activités, renseignements additionnels) disponibles sur la page [Rapports annuels](#) du site internet de la CDPQ et couvrant la période 1966 à 2022.

Note: La répartition en trois catégories (*Obligations, Actions et valeurs convertibles, Autres placements*) des différents types de placement à long terme représente un choix des auteurs. La catégorie *Obligations* inclut les obligations, les créances d'entreprises et, à partir de 2013, les participations dans des filiales consolidées – titres à revenu fixe. La catégorie *Actions et valeurs convertibles* inclut les actions et valeurs convertibles, les BTAA et, à partir de 2013, les participations dans des filiales consolidées – placements privés, fonds de couverture, marchés boursiers. La catégorie *Autres placements* inclut les financements hypothécaires, les biens immobiliers et, à partir de 2013, les participations dans des filiales consolidées – biens immobiliers, dettes immobilières, infrastructures. De 2007 à 2016, la catégorie BTAA représente la valeur des investissements de la CDPQ dans le papier commercial adossé à des actifs (PCAA), les titres associés à la débâcle de la CDPQ en 2008, et transformés en billets à terme adossés à des actifs (BTAA) après l'Accord de Montréal. Pour plus de détails, voir CDPQ (2023). [Renseignements additionnels au rapport annuel 2022](#), pages 15-16 (voir également les versions antérieures de ce document). Un changement de présentation en 2013 dans le tableau *Ventilation des placements* est susceptible d'engendrer un bris dans l'évolution du poids de chaque catégorie dans les placements à long terme de la CDPQ.

GRAPHIQUE 2

Les données proviennent des divers documents financiers (rapport annuel de gestion, rapport de gestion, états financiers et statistiques financières, rapport annuel, statistiques financières, rapport d'activités, survol des activités, renseignements additionnels) disponibles sur la page [Rapports annuels](#) du site internet de la CDPQ et couvrant la période 1966 à 2022.

GRAPHIQUE 3

Placements de la CDPQ faits au Canada

Les données proviennent des divers documents financiers (rapport annuel de gestion, rapport de gestion, états financiers et statistiques financières, rapport annuel, statistiques financières, rapport d'activités, survol des activités, renseignements additionnels) disponibles sur la page [Rapports annuels](#) du site internet de la CDPQ et couvrant la période 1966 à 2021.

PIB du Canada

PIB nominal – 1966 à 1980: Statistique Canada, CANSIM, tableau 380-0017.

PIB nominal – 1981 à 2021: Statistique Canada, CANSIM, tableau 384-0038.

GRAPHIQUE 4

Les données proviennent des divers documents financiers (rapport annuel de gestion, rapport de gestion, états financiers et statistiques financières, rapport annuel, statistiques financières, rapport d'activités, survol des activités, renseignements additionnels) disponibles sur la page [Rapports annuels](#) du site internet de la CDPQ et couvrant la période 1966 à 2022.

GRAPHIQUE 5

PSPIB: Les données ont été cumulées à partir des différents rapports annuels couvrant la période 2008 à 2022, disponibles sur la [page web de PSPIB](#). Les données les plus récentes sont tirées de Office d'investissement des régimes de pensions du secteur public (2022). [Investir pour un avenir meilleur – Rapport annuel 2022](#).

HOOPP: Les données ont été cumulées à partir des différents rapports annuels couvrant la période 2017 à 2022, disponibles sur la [page web de HOOPP](#). Les données les plus récentes sont tirées de Healthcare of Ontario Pension Plan (2023). [2022 Annual Report](#).

OMERS: Les données ont été cumulées à partir des différents rapports annuels couvrant la période 2017 à 2022, disponibles sur la [page web d'OMERS](#). Les données les plus récentes sont tirées de Ontario Municipal Employees Retirement System (2023). [2022 Annual Report – Building tomorrow together](#).

OTPP: Les données ont été cumulées à partir des différents rapports annuels couvrant la période 2008 à 2022, disponibles sur la [page web d'OTPP](#). Les données les plus récentes sont tirées de Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario (2023). [Rapport annuel 2022 – Investir pour laisser notre marque](#).

CDPQ: Les données ont été cumulées à partir des différents rapports annuels couvrant la période 2008 à 2022, disponibles sur la [page web de la CDPQ](#). Les données les plus récentes sont tirées de Caisse de dépôt et placement du Québec (2023). [Créer de la valeur dans un contexte hors norme – Rapport annuel 2022](#).

CPPIB: Les données ont été cumulées à partir des différents rapports annuels couvrant la période 2009 à 2023, disponibles sur la [page web de CPPIB](#). Les données les plus récentes sont tirées de Office d'investissement du régime de pensions du Canada (2023). [Rapport annuel 2022](#).

BCIMC: Les données ont été cumulées à partir des différents rapports annuels couvrant la période 2008 à 2022 et de communiqués émis par BCIMC, disponibles sur la [page web de BCIMC](#). Les données les plus récentes sont tirées de British Columbia Investment Management Corporation (2022). [2021-2022 Corporate Financial Statement – Local purpose, global approach](#).

AIMCo: Les données ont été cumulées à partir des différents rapports annuels et trimestriels couvrant la période 2008 à 2023, disponibles sur la [page web de AIMCo](#). Les données les plus récentes sont tirées de Alberta Investment Management Corporation (2022). [Performance for a purpose – 2021 Annual Report](#).

GRAPHIQUE 6

Les données proviennent des rapports annuels disponibles sur la page [Rapports annuels](#) du site internet de la CDPQ et couvrant la période 2009 à 2021.

GRAPHIQUE 7

Actif de la CDPQ investi au Québec

Les données proviennent des rapports annuels disponibles sur la page [Rapports annuels](#) du site internet de la CDPQ et couvrant la période 2007 à 2021.

PIB du Québec

PIB nominal – 2007 à 2021 : Statistique Canada, CANSIM, tableau 384-0038.

TABLEAU 1

Voir les sources du graphique 5

GRAPHIQUE 8

Voir les sources du graphique 5

TABLEAU 2

CDPQ (2023). [Créer de la valeur dans un contexte hors norme – Rapport annuel 2022](#), pages 28-29.

FIGURE 1

Les données proviennent des rapports annuels disponibles sur la page [Rapports annuels](#) du site internet de la CDPQ et couvrant la période 2009 à 2021.

GRAPHIQUE 9

Assemblée nationale du Québec (2022). [Études des crédits 2022-2023 – Renseignements particuliers 3^e groupe d'opposition – Retraite Québec](#). Titre 66: Ventilation complète des renseignements fournis par la Caisse de dépôt et placement du Québec concernant le Régime de rentes du Québec, incluant les rendements, les proportions investies dans chaque catégorie d'actif financier et les changements à la politique de placement pour 2021-2022.

GRAPHIQUE 10

Passif au titre des régimes de retraite, Fonds d'amortissement des régimes de retraite (FARR)

Les données proviennent des documents budgétaires du gouvernement du Québec disponibles dans la section *Plan budgétaire* de la page [Archives du budget et de la mise à jour économique](#) du site internet du ministère des Finances du Québec et couvrant la période 1998/1999 à 2022-2023. Les données sont complétées grâce aux Volumes I des comptes publics disponibles sur la page [Archives des comptes publics](#) du site internet du ministère des Finances du Québec et couvrant la période 2001 à 2021.

GRAPHIQUE 11

Rendement net du portefeuille global, Indice de référence du portefeuille global

Les données proviennent des rapports annuels disponibles sur la page [Rapports annuels](#) du site internet de la CDPQ et couvrant la période 2009 à 2021.

GRAPHIQUE 12

Voir les sources du graphique 5

GRAPHIQUE 13

Rendement net des principaux gestionnaires de fonds de pension canadiens

PSPIB: Les données ont été cumulées à partir des différents rapports annuels couvrant la période 2008 à 2022, disponibles sur la [page web de PSPIB](#). Les données les plus récentes sont tirées de Office d'investissement des régimes de pensions du secteur public (2022). [Investir pour un avenir meilleur – Rapport annuel 2022](#).

HOOPP: Les données ont été cumulées à partir des différents rapports annuels couvrant la période 2017 à 2022, disponibles sur la [page web de HOOPP](#). Les données les plus récentes sont tirées de Healthcare of Ontario Pension Plan (2023). [2022 Annual Report](#).

OMERS: Les données ont été cumulées à partir des différents rapports annuels couvrant la période 2017 à 2022, disponibles sur la [page web d'OMERS](#). Les données les plus récentes sont tirées de Ontario Municipal Employees Retirement System (2023). [2022 Annual Report – Building tomorrow together](#).

OTPP: Les données ont été cumulées à partir des différents rapports annuels couvrant la période 2008 à 2022, disponibles sur la [page web d'OTPP](#). Les données les plus récentes sont tirées de Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario (2023). [Rapport annuel 2022 – Investir pour laisser notre marque](#).

CDPQ: Les données ont été cumulées à partir des différents rapports annuels couvrant la période 2008 à 2022, disponibles sur la [page web de la CDPQ](#). Les données les plus récentes sont tirées de Caisse de dépôt et placement du Québec (2023). [Créer de la valeur dans un contexte hors norme – Rapport annuel 2022](#).

CPPIB: Les données ont été cumulées à partir des différents rapports annuels couvrant la période 2009 à 2023, disponibles sur la [page web de CPPIB](#). Les données les plus récentes sont tirées de Office d'investissement du régime de pensions du Canada (2023). [Rapport annuel 2022](#).

BCIMC: Les données ont été cumulées à partir des différents rapports annuels couvrant la période 2008 à 2022 et de communiqués émis par BCIMC, disponibles sur la [page web de BCIMC](#). Les données les plus récentes sont tirées de British Columbia Investment Management Corporation (2022). [2021-2022 Corporate Financial Statement – Local purpose, global approach](#).

AIMCo: Les données ont été cumulées à partir des différents rapports annuels et trimestriels couvrant la période 2008 à 2023, disponibles sur la [page web de AIMCo](#). Les données les plus récentes sont tirées de Alberta Investment Management Corporation (2022). [Performance for a purpose – 2021 Annual Report](#).

Indice de référence de CPPIB

Les données de CPPIB ont été cumulées à partir des différents rapports annuels couvrant la période 2009 à 2023, disponibles sur la page web de CPPIB. Les données les plus récentes sont tirées de l'Office d'investissement du régime de pensions du Canada (2023). [Rapport annuel 2022](#).

GRAPHIQUE 14

Taux de cotisation du Régime de rentes du Québec (RRQ)

Retraite Québec (2021). [Données relatives au Régime de rentes du Québec, de 1966 à 2021](#). Gouvernement du Québec. Récupéré sur le portail Données Québec.

Taux de cotisation du Régime de pensions du Canada (RPC)

Gouvernement du Canada (2022). [31^e Rapport actuariel sur le Régime de pensions du Canada au 31 décembre 2021](#), Bureau de l'actuaire en chef.

Gouvernement du Canada (2022). [Taux de cotisations au RPC, les maximums et les exemptions](#). Section Impôts.

GRAPHIQUE 15

Rendement net de la CDPQ (global et portion de l'actif associée à la RRQ)

Assemblée nationale du Québec (2022). [Études des crédits 2022-2023 – Renseignements particuliers 3^e groupe d'opposition – Retraite Québec](#). Titre 66: Ventilation complète des renseignements fournis par la Caisse de dépôt et placement du Québec concernant le Régime de rentes du Québec, incluant les rendements, les proportions investies dans chaque catégorie d'actif financier et les changements à la politique de placement pour 2021-2022.

Rendement net de CPPIB, Indice de référence de CPPIB

Les données de CPPIB ont été cumulées à partir des différents rapports annuels couvrant la période 2009 à 2023, disponibles sur la [page web de CPPIB](#). Les données les plus récentes sont tirées de Office d'investissement du régime de pensions du Canada (2023). [Rapport annuel 2022](#).

GRAPHIQUES 16

Les données proviennent des rapports annuels de la CDPQ disponibles sur la page [Rapports annuels](#) du site internet de la CDPQ et couvrant la période 2009 à 2021. Les frais de gestion externe – Marchés privés et autres fonds de 2019 ont été fournis par la CDPQ dans le cadre d'une demande d'accès à l'information initiée par les auteurs (voir annexe).

GRAPHIQUES 17

Les données proviennent des rapports annuels de la CDPQ disponibles sur la page [Rapports annuels](#) du site internet de la CDPQ et couvrant la période 2009 à 2021.

GRAPHIQUES 18 et 19

CDPQ (2022). [Renseignements additionnels au Rapport annuel 2021](#), pages 22 à 25.

Réponse à la demande du 27 mai 2022



Le 27 juin 2022

PAR COURRIEL

Monsieur Jonathan Paré
 Professionnel de recherche
 Centre sur la productivité et la prospérité
 HEC Montréal
 3000, chemin de la Côte Sainte-Catherine
 Montréal (Québec) H3T 2A7

Monsieur,

La présente fait suite à votre demande d'accès à l'information reçue par courriel le 27 mai 2022 et pour laquelle nous vous avons transmis un accusé de réception le 30 mai 2022. Votre demande est ainsi libellée :

«... j'aimerais avoir accès aux informations suivantes :

1. Nous souhaitons obtenir le nombre d'employés de la CDPQ pour les années 2014 à 2021
2. Nous souhaitons obtenir le nombre d'employés des filiales non consolidées de la CDPQ pour les années 2014 à 2021
3. À la page 138 du Rapport annuel de 2021, plus précisément au tableau 52, il est fait mention de Frais de gestion externe – Marchés privés et autres fonds pour les années 2021 et 2020. Nous souhaitons obtenir le montant de ces Frais de gestion externe – Marchés privés et autres fonds ou l'équivalent pour les années 2014 à 2019 inclusivement
4. À la page 22 de 26 du document Renseignements additionnels au Rapport annuel 2021, nous retrouvons des informations concernant le Portefeuille spécialisé Placements privés. Nous aimerions obtenir pour l'année la plus récente la composition de ce portefeuille, c'est-à-dire la liste des entreprises dans lesquelles la CDPQ a des placements directs, les fonds d'investissement dans lesquels la CDPQ a investi ainsi que le montant des placements dans ces entreprises et ces fonds d'investissement.
5. Dans le document Renseignements additionnels au Rapport annuel 2021 à la section II – Statistiques financières et rétrospectives, le tableau 6 donne la ventilation des placements. Nous aimerions obtenir le montant total de ces placements qui sont sous gestion externe pour les années 2014 à 2021
6. Dans le document Renseignements additionnels au Rapport annuel 2021, à la page 12 de 26, il est fait mention qu'une « portion de l'actif de ce portefeuille est confiée à des gestionnaires externes ». Nous aimerions obtenir pour chacun des portefeuilles spécialisés (Taux, Crédit, Valeurs à court terme, Immeubles, Infrastructures, Marchés boursiers, Placements privés, Composite Fonds équilibré) le montant de l'actif qui est confié à des gestionnaires externes pour les années 2014 à 2021
7. À la page 174 du Rapport annuel 2021, nous retrouvons des informations sur le revenu net de placement ainsi que les gains (pertes) net sur instruments financiers à la juste valeur liés aux Participations dans des filiales non consolidées. Nous aimerions obtenir le revenu brut de placement ainsi que les gains (pertes) brut sur instruments financiers à la juste valeur liés aux Participations dans des filiales non consolidées pour les années 2014 à 2021

CDPQ
 1000, place Jean-Paul-Riopelle
 Montréal (Québec) H2Z 2B3

8. Dans le document Renseignements additionnels au Rapport annuel 2021, plus précisément dans les pages portant sur les Portefeuille spécialisé, il est fait mention que « les rendements sont calculés après » les frais de transaction, les frais des fonds d'investissements, les charges de la filiale non consolidée et les charges de la filiale immobilière. Nous aimerions obtenir chacune de ces charges pour chacun des Portefeuille spécialisé entre 2014 et 2021
9. Dans le document Renseignements additionnels au Rapport annuel 2021, plus précisément dans les pages portant sur les Portefeuille spécialisé, il est fait mention que « les rendements sont calculés avant » les charges d'exploitation et autres frais. Nous aimerions obtenir ces charges pour chacun des Portefeuille spécialisé entre 2014 et 2021
10. Dans le Rapport annuel 2021, plus précisément à la page 59, tableau 17, il est fait mention du rendement total et de l'indice de référence total de la CDPQ. Nous aimerions obtenir les pondérations par portefeuille utilisées dans le calcul du rendement total et l'indice de référence total de la CDPQ pour les années 2014 à 2021 »

En ce qui a trait au premier volet de votre demande d'accès, vous trouverez ci-dessous le nombre total d'employés de la CDPQ pour les années 2014 à 2021 :

2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
864	851	889	1 093	1 178	1 285	1 391	1 454

En ce qui a trait au deuxième volet de votre demande, une seule filiale opérante de la CDPQ est assujettie à la Loi sur l'accès aux documents des organismes publics et sur la protection des renseignements personnels (RLRQ, c.A-2.1) (« Loi sur l'accès »), soit CDPQ Infra. Toutefois, les informations suivantes se retrouvent dans les rapports annuels de la CDPQ :

Rapport annuel	IC	Otéra	CDPQ Infra
2021	Plus de 600	158	124
2020	Plus de 1 000	135	Quelque 90
2019	Combiné :	Plus de 1 400	65
2018	Combiné :	Plus de 1 400	49
2017	Combiné :	Quelque 1 400	30
2016	Combiné :	Plus de 1 500	30
2015	Combiné :	Plus de 1 600	« Mise sur pied »
2014	Combiné :	Total de 1 770	N/A

https://www.cdpq.com/sites/default/files/medias/pdf/fr/ra/ra2014_rapport_annuel_fr.pdf
https://www.cdpq.com/sites/default/files/medias/pdf/fr/ra/ra2015_rapport_annuel_fr.pdf
https://www.cdpq.com/sites/default/files/medias/pdf/fr/ra/ra2016_rapport_annuel_fr.pdf
https://www.cdpq.com/sites/default/files/medias/pdf/fr/ra/ra2017_rapport_annuel_fr.pdf
https://www.cdpq.com/sites/default/files/medias/pdf/fr/ra/ra2018_rapport_annuel_fr.pdf
https://www.cdpq.com/sites/default/files/medias/pdf/fr/ra/ra2019_rapport_annuel_fr.pdf
https://www.cdpq.com/sites/default/files/medias/pdf/fr/ra/ra2020_rapport_annuel_fr.pdf
https://www.cdpq.com/sites/default/files/medias/pdf/fr/ra/2021_rapport_annuel.pdf

CDPQ
 1000, place Jean-Paul-Riopelle
 Montréal (Québec) H2Z 2B3

2

En ce qui a trait aux troisième, huitième et neuvième volets de votre demande, vous trouverez ci-dessous le ratio des coûts pour l'année 2019 :

Catégories de frais	2019	
Charges d'exploitation	630 M\$	19 p.c.
Frais de gestion externe - Marchés boursiers	127 M\$	4 p.c.
Coûts de transaction	215 M\$	7 p.c.
Frais de gestion externes- Marchés privés et autres fonds	523 M\$	16 p.c.
Grand total	1 495 M\$	46 p.c.

p.c. : points centésimaux

Les informations fournies ci-dessus sont disponibles compte tenu que nos équipes avaient mis en place, pour l'année 2019, une collecte auprès de nos gestionnaires externes permettant de comptabiliser de façon agrégée lesdites données. Rappelons que ces données représentent des frais qui sont déduits de la juste valeur de nos investissements. Établir les Frais de gestion externe – Marchés privés et autres fonds pour les années 2014 à 2018 demanderait une somme de travail plus que considérable requérant des démarches additionnelles de collectes d'informations, certaines auprès de multiples parties prenantes.

Les frais de transaction, frais des fonds d'investissements, charges de la filiale non consolidée, charges de la filiale immobilière et charges d'exploitation par portefeuille spécialisé entre 2014 et 2021, tels que requis dans les huitième et neuvième volets de votre demande, sont soumis aux mêmes contraintes. En effet, ces informations nécessitent des calculs et comparaisons de renseignements ou ne correspondent pas à des informations qui sont recueillies et validées par la CDPQ. Nous ne possédons donc pas les documents au sens des articles 1, 9 et 15 de la Loi sur l'accès.

Vous trouverez toutefois ci-dessous les informations sur les charges d'exploitation représentant les frais engagés pour la gestion et l'administration des portefeuilles pour les années 2014 à 2018. À cet effet, nous vous référons également aux rapports annuels 2014 à 2018 de la CDPQ aux liens suivants :

Catégories de frais	2014	2015	2016	2017	2018
Charges d'exploitation	315 M\$	396M\$	463M\$	536 M\$	585 M\$
Frais de gestion externe	13M\$	27M\$	38M\$	86 M\$	95 M\$
Coûts de transaction	88M\$	99M\$	137M\$	136 M\$	163 M\$

https://www.cdpq.com/sites/default/files/medias/pdf/fr/ra/ra2014_rapport_annuel_fr.pdf
https://www.cdpq.com/sites/default/files/medias/pdf/fr/ra/ra2015_rapport_annuel_fr.pdf
https://www.cdpq.com/sites/default/files/medias/pdf/fr/ra/ra2016_rapport_annuel_fr.pdf
https://www.cdpq.com/sites/default/files/medias/pdf/fr/ra/ra2017_rapport_annuel_fr.pdf
https://www.cdpq.com/sites/default/files/medias/pdf/fr/ra/ra2018_rapport_annuel_fr.pdf

Quant aux cinquième et sixième volets de votre demande, établir le montant total de placements qui sont sous gestion externe pour les années 2014 à 2021 ainsi que pour chacun des portefeuilles spécialisés demanderait une somme de travail plus que considérable requérant des démarches additionnelles de collectes et traitements d'informations, certaines auprès de multiples parties prenantes. De plus, ces informations nécessitent des calculs et comparaisons de renseignements au sens de l'article 15 de la Loi sur l'accès.

En ce qui a trait au septième volet de votre demande, nous présentons l'information de notre rapport annuel dans le respect des normes comptables IFRS. À titre d'entité d'investissement en vertu d'IFRS 10 – *États financiers consolidés*, la CDPQ évalue à la juste valeur par le biais du résultat net l'ensemble de ses instruments financiers et ne consolide pas les revenus de placement des investissements sous-jacents détenus par ses filiales. Nous ne pouvons donc pas vous fournir les revenus bruts de placement ainsi que les gains (pertes) bruts sur instruments financiers à la juste valeur liés aux *Participations dans des filiales non consolidées* pour les années 2014 à 2021 en vertu des articles 1 et 9 de la Loi sur l'accès. La note « Résultat de placement avant distributions aux déposants » des états financiers consolidés de nos rapports annuels fournit toutefois le détail du revenu de placement par catégorie d'instruments financiers.

Participations dans des filiales non consolidées	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$	M\$
Revenu net de placement	1 385	2 180	3 390	3 043	3 503	3 661	3 352	6 697
Gains (pertes) nets	5 200	6 819	1 025	2 907	8 171	(620)	(406)	26 764

Quant au dixième volet de votre demande, le rendement total se base sur les poids réels des portefeuilles spécialisés mensuels alors que le rendement de notre indice se base sur les poids de référence des portefeuilles spécialisés. Nous vous référons donc aux poids au 31 décembre afin d'obtenir une approximation des pondérations par portefeuille, présentés dans la section d'Analyse du rendement global dont voici la référence par année :

Rapport annuel	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Tableau	12	12	10	8	9	10	10	9
Page	37	36	32	34	38	38	37	41

Enfin, les autres informations demandées aux quatrième, cinquième, sixième, huitième, neuvième et dixième volets de votre demande sont de nature confidentielle et stratégique pour la CDPQ et sont au cœur de sa mission et de ses activités. Ainsi, nous sommes d'avis que ces informations sont couvertes par les articles 21 et 22 de la *Loi sur l'accès aux documents des organismes publics et sur la protection des renseignements personnels (RLRQ, c.A-2.1)* (« Loi sur l'accès ») et que leur divulgation risquerait vraisemblablement d'avoir l'un ou l'autre des effets énoncés à ces articles.

Les informations demandées touchent effectivement des activités qui revêtent un caractère stratégique surtout dans le contexte dans lequel la CDPQ évolue. Les activités d'investissement participent à la mission de la CDPQ de générer des rendements au bénéfice de ses déposants et ce, dans un environnement extrêmement concurrentiel. La divulgation recherchée aurait vraisemblablement pour conséquence de révéler des positionnements stratégiques et pourrait, si les documents étaient divulgués, placer la CDPQ dans une position de vulnérabilité dans le marché par rapport à ses concurrents, lui causant ainsi un préjudice important.

À titre d'exemple, la divulgation des documents que vous souhaitez obtenir porterait atteinte aux intérêts économiques de la CDPQ. Cela risquerait notamment de nuire de façon substantielle à sa compétitivité, notamment dans le cadre de négociations, sans oublier le préjudice important qui pourrait lui être causé ainsi qu'à des tiers qui pourraient être impliqués.

En terminant, nous joignons copie des articles 1, 9, 15, 21 et 22 de la Loi sur l'accès pour votre information, nous vous faisons part de la teneur de l'article 135 de la Loi sur l'accès aux documents des organismes publics et sur la protection des renseignements personnels (RLRQ, c.A-2.1) :

« 135. Une personne dont la demande écrite a été refusée en tout ou en partie par le responsable de l'accès aux documents ou de la protection des renseignements personnels peut demander à la Commission de réviser cette décision.

Une personne qui a fait une demande en vertu de la présente loi peut demander à la Commission de réviser toute décision du responsable sur le délai de traitement de la demande, sur le mode d'accès à un document ou à un renseignement, sur l'application de l'article 9 ou sur les frais exigibles.

Ces demandes doivent être faites dans les trente jours qui suivent la date de la décision ou de l'expiration du délai accordé par la présente loi au responsable pour répondre à une demande. La Commission peut toutefois, pour un motif raisonnable, relever le requérant du défaut de respecter ce délai. »

Veuillez agréer, Monsieur, mes salutations distinguées.

Claude Mikhail

Claude Mikhail
Directeur, Droit administratif et
Responsable de l'accès à l'information
et de la protection des renseignements personnels

L.R.Q., chapitre A-2.1

LOI SUR L'ACCÈS AUX DOCUMENTS DES ORGANISMES PUBLICS ET SUR LA PROTECTION DES RENSEIGNEMENTS PERSONNELS

1. La présente loi s'applique aux documents détenus par un organisme public dans l'exercice de ses fonctions, que leur conservation soit assurée par l'organisme public ou par un tiers.

Elle s'applique quelle que soit la forme de ces documents: écrite, graphique, sonore, visuelle, informatisée ou autre.

1982, c. 30, a. 1.

9. Toute personne qui en fait la demande a droit d'accès aux documents d'un organisme public. Ce droit ne s'étend pas aux notes personnelles inscrites sur un document, ni aux esquisses, ébauches, brouillons, notes préparatoires ou autres documents de même nature.

1982, c. 30, a. 9.

15. Le droit d'accès ne porte que sur les documents dont la communication ne requiert ni calcul, ni comparaison de renseignements.

1982, c. 30, a. 15.

21. Un organisme public peut refuser de confirmer l'existence ou de donner communication d'un renseignement dont la divulgation aurait pour effet de révéler un emprunt, un projet d'emprunt, une transaction ou un projet de transaction relatifs à des biens, des services ou des travaux, un projet de tarification, un projet d'imposition d'une taxe ou d'une redevance ou de modification d'une taxe ou d'une redevance, lorsque, vraisemblablement, une telle divulgation:

1° procurerait un avantage indu à une personne ou lui causerait un préjudice sérieux; ou

2° porterait sérieusement atteinte aux intérêts économiques de l'organisme public ou de la collectivité à l'égard de laquelle il est compétent.

1982, c. 30, a. 21.

22. Un organisme public peut refuser de communiquer un secret industriel qui lui appartient.

Il peut également refuser de communiquer un autre renseignement industriel ou un renseignement financier, commercial, scientifique ou technique lui appartenant et dont la divulgation risquerait vraisemblablement d'entraver une négociation en vue de la conclusion d'un contrat, de causer une perte à l'organisme ou de procurer un avantage appréciable à une autre personne.

Un organisme public constitué à des fins industrielles, commerciales ou de gestion financière peut aussi refuser de communiquer un tel renseignement lorsque sa divulgation risquerait vraisemblablement de nuire de façon substantielle à sa compétitivité ou de révéler un projet d'emprunt, de placement, de gestion de dette ou de gestion de fonds ou une stratégie d'emprunt, de placement, de gestion de dette ou de gestion de fonds.

1982, c. 30, a. 22; 2006, c. 22, a. 11.



Le 24 août 2022

PAR COURRIEL

Monsieur Jonathan Paré
 Professionnel de recherche
 Centre sur la productivité et la prospérité
 HEC Montréal
 3000, chemin de la Côte Sainte-Catherine
 Montréal (Québec) H3T 2A7

Monsieur,

La présente fait suite à votre demande d'accès à l'information reçue par courriel le 25 juillet 2022 et pour laquelle nous vous avons transmis un accusé de réception le même jour. Votre demande est ainsi libellée :

«... j'aimerais avoir accès aux informations suivantes :

Dans le rapport annuel 2021 de la CDPQ intitulé Investir dans un avenir durable, plus précisément dans l'encadré de la page 138, on peut lire les phrases suivantes « Depuis plusieurs années, la CDPQ participe à des travaux d'étalonnage de ses coûts par catégorie d'actif. Un balisage annuel réalisé à l'aide de CEM Benchmarking (Cost Effectiveness Measurement), un fournisseur indépendant d'informations d'analyse comparative des coûts et du rendement pour les caisses de retraite et d'autres gestionnaires d'actifs institutionnels dans le monde, confirme la position favorable de l'organisation par rapport à ses pairs »

Nous aimerions obtenir, pour les années 2014 à 2021, les informations contenues dans ce « balisage annuel réalisé à l'aide de CEM Benchmarking » ainsi que tous les documents que vous fournissez à cette entreprise.

De plus, nous aimerions obtenir, pour les années 2014 à 2021, le rendement global des placements fait au Québec ainsi que les rendements par catégories d'actif des placements fait au Québec. »

En ce qui a trait au premier volet de votre demande d'accès, vous trouverez dans le tableau ci-dessous un sommaire des coûts présentés au rapport annuel de la CDPQ entre 2014 et 2021, intrants au balisage CEM Benchmarking.

Sommaire des coûts	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Charge d'exploitation	315	396	463	536	585	630	609	718
Frais de gestion externe - Marchés boursiers	13	27	38	86	95	127	148	174
Frais de gestion externe – Marchés privés et autres fonds*	-	-	-	-	-	-	647	999
Coût de transaction	88	99	137	139	163	215	216	306

en millions de dollars
 *cette information est présentée de façon détaillée depuis 2021 (en incluant 2020)

CDPQ
 1000, place Jean-Paul-Riopelle
 Montréal (Québec) H2Z 2B3

- https://www.cdpq.com/sites/default/files/medias/pdf/fr/ra/ra2014_rapport_annuel_fr.pdf
- https://www.cdpq.com/sites/default/files/medias/pdf/fr/ra/ra2015_rapport_annuel_fr.pdf
- https://www.cdpq.com/sites/default/files/medias/pdf/fr/ra/ra2016_rapport_annuel_fr.pdf
- https://www.cdpq.com/sites/default/files/medias/pdf/fr/ra/ra2017_rapport_annuel_fr.pdf
- https://www.cdpq.com/sites/default/files/medias/pdf/fr/ra/ra2018_rapport_annuel_fr.pdf
- https://www.cdpq.com/sites/default/files/medias/pdf/fr/ra/ra2019_rapport_annuel_fr.pdf
- https://www.cdpq.com/sites/default/files/medias/pdf/fr/ra/ra2020_rapport_annuel_fr.pdf
- https://www.cdpq.com/sites/default/files/medias/pdf/fr/ra/2021_rapport_annuel.pdf

Nous ne pouvons cependant pas donner suite à votre demande quant à la documentation précise fournie à CEM Benchmarking ainsi qu'aux résultats obtenus, qui sont de nature confidentielle et stratégique pour la CDPQ. Les activités d'investissement participent à la mission de la CDPQ de générer des rendements au bénéfice de ses déposants et ce, dans un environnement extrêmement concurrentiel. La divulgation recherchée aurait vraisemblablement pour conséquence de révéler des positionnements stratégiques et pourrait, si les documents étaient divulgués, placer la CDPQ dans une position de vulnérabilité dans le marché par rapport à ses concurrents, lui causant ainsi un préjudice important.

À titre d'exemple, la divulgation des documents que vous souhaitez obtenir porterait atteinte aux intérêts économiques de la CDPQ. Cela risquerait notamment de nuire de façon substantielle à sa compétitivité, notamment dans le cadre de négociations, sans oublier le préjudice important qui pourrait lui être causé ainsi qu'à des tiers qui pourraient être impliqués.

Ainsi, nous sommes d'avis que ces informations sont couvertes par les articles 21 et 22 de la Loi sur l'accès aux documents des organismes publics et sur la protection des renseignements personnels (RLRQ, c.A-2.1) (« Loi sur l'accès ») et que leur divulgation risquerait vraisemblablement d'avoir l'un ou l'autre des effets énoncés à ces articles.

Quant au deuxième volet de votre demande visant le rendement global réalisé par la CDPQ au Québec et par catégorie d'actifs au Québec, les activités détaillées de la CDPQ au Québec sont présentées au rapport annuel dans la section « Présence de la CDPQ au Québec ». Les rendements de la CDPQ sont présentés par grande catégorie d'actif et par portefeuille spécialisé. Pour les mêmes raisons de compétitivité énoncées précédemment, la CDPQ ne divulgue pas de rendements pour un actif spécifique, un secteur d'activités ou une région géographique en particulier.

En terminant, nous joignons copie des articles 21 et 22 et vous faisons part de la teneur de l'article 135 de la Loi sur l'accès aux documents des organismes publics et sur la protection des renseignements personnels (RLRQ, c.A-2.1) :

« 135. Une personne dont la demande écrite a été refusée en tout ou en partie par le responsable de l'accès aux documents ou de la protection des renseignements personnels peut demander à la Commission de réviser cette décision.

Une personne qui a fait une demande en vertu de la présente loi peut demander à la Commission de réviser toute décision du responsable sur le délai de traitement de la demande, sur le mode d'accès à un document ou à un renseignement, sur l'application de l'article 9 ou sur les frais exigibles.

CDPQ
 1000, place Jean-Paul-Riopelle
 Montréal (Québec) H2Z 2B3

Ces demandes doivent être faites dans les trente jours qui suivent la date de la décision ou de l'expiration du délai accordé par la présente loi au responsable pour répondre à une demande. La Commission peut toutefois, pour un motif raisonnable, relever le requérant du défaut de respecter ce délai. »

Veillez agréer, Monsieur, mes salutations distinguées.

Claude Mikhail

Claude Mikhail
Directeur, Droit administratif et
Responsable de l'accès à l'information
et de la protection des renseignements personnels

L.R.Q., chapitre A-2.1

LOI SUR L'ACCÈS AUX DOCUMENTS DES ORGANISMES PUBLICS ET SUR LA PROTECTION DES RENSEIGNEMENTS PERSONNELS

21. Un organisme public peut refuser de confirmer l'existence ou de donner communication d'un renseignement dont la divulgation aurait pour effet de révéler un emprunt, un projet d'emprunt, une transaction ou un projet de transaction relatifs à des biens, des services ou des travaux, un projet de tarification, un projet d'imposition d'une taxe ou d'une redevance ou de modification d'une taxe ou d'une redevance, lorsque, vraisemblablement, une telle divulgation:

1° procurerait un avantage indu à une personne ou lui causerait un préjudice sérieux; ou

2° porterait sérieusement atteinte aux intérêts économiques de l'organisme public ou de la collectivité à l'égard de laquelle il est compétent.

1982, c. 30, a. 21.

22. Un organisme public peut refuser de communiquer un secret industriel qui lui appartient.

Il peut également refuser de communiquer un autre renseignement industriel ou un renseignement financier, commercial, scientifique ou technique lui appartenant et dont la divulgation risquerait vraisemblablement d'entraver une négociation en vue de la conclusion d'un contrat, de causer une perte à l'organisme ou de procurer un avantage appréciable à une autre personne.

Un organisme public constitué à des fins industrielles, commerciales ou de gestion financière peut aussi refuser de communiquer un tel renseignement lorsque sa divulgation risquerait vraisemblablement de nuire de façon substantielle à sa compétitivité ou de révéler un projet d'emprunt, de placement, de gestion de dette ou de gestion de fonds ou une stratégie d'emprunt, de placement, de gestion de dette ou de gestion de fonds.

1982, c. 30, a. 22; 2006, c. 22, a. 11.