



cirano

Allier savoir et décision

2015RP-16

**Gouvernance des caisses de retraite et gestion
de portefeuille dans un contexte de tension**

Bryan Campbell, Michel Magnan

*Avec la collaboration de Jonathan Wang, Zabiullah Tarshi,
Soukaina Mahfood*

Rapport de projet/Project report

2015RP-16

Gouvernance des caisses de retraite et gestion de portefeuille dans un contexte de tension

Bryan Campbell, Michel Magnan

Avec la collaboration de Jonathan Wang, Zabiullah Tarshi, Soukaina Mahfood

Rapport de projet *Project report*

Montréal
Octobre 2015

© 2015 Bryan Campbell, Michel Magnan. Avec la collaboration de Jonathan Wang, Zabiullah Tarshi, Soukaina Mahfood. Tous droits réservés. *All rights reserved.* Reproduction partielle permise avec citation du document source, incluant la notice ©.

Short sections may be quoted without explicit permission, if full credit, including © notice, is given to the source



Centre interuniversitaire de recherche en analyse des organisations

CIRANO

Le CIRANO est un organisme sans but lucratif constitué en vertu de la Loi des compagnies du Québec.

CIRANO is a private non-profit organization incorporated under the Québec Companies Act.

Les partenaires du CIRANO

Ministère de l'Économie, de l'Innovation et des Exportations

Partenaires corporatifs

Autorité des marchés financiers
Banque de développement du Canada
Banque du Canada
Banque Laurentienne du Canada
Banque Nationale du Canada
Bell Canada
BMO Groupe financier
Caisse de dépôt et placement du Québec
Fédération des caisses Desjardins du Québec
Financière Sun Life, Québec
Gaz Métro
Hydro-Québec
Industrie Canada
Intact
Investissements PSP
Ministère de l'Économie, de l'Innovation et des Exportations
Ministère des Finances du Québec
Power Corporation du Canada
Rio Tinto Alcan
Ville de Montréal

Partenaires universitaires

École de technologie supérieure (ÉTS)
École Polytechnique de Montréal
HEC Montréal
Institut national de la recherche scientifique (INRS)
McGill University
Université Concordia
Université de Montréal
Université de Sherbrooke
Université du Québec
Université du Québec à Montréal
Université Laval

Le CIRANO collabore avec de nombreux centres et chaires de recherche universitaires dont on peut consulter la liste sur son site web.

ISSN 1499-8629 (Version en ligne)

Gouvernance des caisses de retraite et gestion de portefeuille dans un contexte de tension*

Bryan Campbell[†]

Michel Magnan[‡]

Avec la collaboration de Jonathan Wang[§], *Zabiullah Tarshi*^{**}, *Soukaina Mahfood*^{††}

* Ce projet a été réalisé grâce au soutien financier du Fonds pour l'éducation et la saine gouvernance de l'Autorité des marchés financiers et les informations, renseignements, opinions et avis exprimés dans le présent rapport n'engagent que la responsabilité des auteurs. Le contenu du rapport ne reflète pas nécessairement l'opinion de l'Autorité des marchés financiers et les erreurs éventuelles relèvent de la responsabilité des auteurs.

[†] Vice-président – finance, CIRANO; professeur, Université Concordia.

[‡] Fellow, CIRANO; professeur, École de gestion John-Molson, Université Concordia.

[§] Professionnel de recherche, CIRANO.

^{**} Professionnel de recherche, CIRANO.

^{††} Professionnel de recherche, CIRANO et HEC Montréal.

Sommaire exécutif

Les régimes de retraite d'organisations des secteurs public, para-public et privé qui sont régis en vertu de la loi québécoise sur les régimes complémentaires de retraite (ce qui exclut les régimes offerts aux employés de l'État québécois, le Régime des rentes du Québec, le régime de retraite de l'Hydro-Québec ainsi que les régimes constitués en vertu de la législation fédérale) représentent un actif de plus de 130 milliards \$ et comptent plusieurs centaines de milliers de membres actifs ou retraités dont la santé financière repose en grande partie sur la performance de leur régime de retraite. À cet égard, d'autant plus si on agrège tous les régimes sans égard à leur statut juridique, il s'agit donc d'un secteur névralgique, tant pour le marché financier québécois que pour l'économie québécoise. Dans ce contexte, il nous apparaît que la gouvernance des régimes de retraite constitue un enjeu de société dans la mesure où les décisions prises par les instances de gouvernance des régimes et caisses de retraite touchent plusieurs aspects de notre économie, à court ou à long termes. Or, que savons-nous vraiment à propos de cette gouvernance et de son interface avec la gestion de l'actif, laquelle représente la source de leur performance et assure le respect des obligations financières envers les retraités et futurs retraités?

Le présent rapport se veut une tentative de mieux cerner la réalité de gouvernance des régimes de retraite des organisations québécoises, principalement en ce qui a trait à leur interface avec la gestion de leur actif. Composé de quatre volets distincts, nous effectuons un tour d'horizon de la question en 1) effectuant une recension et une synthèse des écrits en matière de gouvernance des régimes de retraite (volet A), 2) analysant des données sélectionnées provenant de la Régie des rentes du Québec quant à différents indicateurs financiers et de gouvernance des caisses de retraite québécoises (volet B), 3) réalisant une série d'entretiens d'acteurs du monde des régimes de retraite québécois (volet C), 4) formulant un ensemble de recommandations dont l'application pourrait être réglementaire, législative ou volontaire (volet D).

Volet A

Les écrits scientifiques et professionnels sur la question laissent clairement entrevoir que la gouvernance des régimes de retraite est caractérisée par une série de tensions à plusieurs niveaux. Une source de tension importante a trait à l'horizon de placement. Ainsi, alors que la stratégie et l'horizon temporel d'un régime de retraite se doit d'être à long terme, les impératifs des organisations promoteurs des régimes et des autres acteurs impliqués dans la gestion et la gouvernance sont souvent à court terme. Une autre source de tension touche l'interface entre la gestion de l'actif et la composition des comités de retraite. Alors que la nature des investissements effectués par les caisses de retraite tend à devenir de plus en plus sophistiquée et que les risques assumés s'accroissent, soit en raison de l'évolution des marchés mais aussi par choix de véhicules d'investissement, la compétence des membres de comités de retraite est souvent pointée du doigt comme

déficiente. Une troisième source de tension provient du processus de nomination des membres de comités de retraite, lesquels sont souvent comme « représentant » une faction, un groupe d'intérêt ou une partie prenante (p.ex., employeur). Or, ce processus de nomination est en conflit avec le rôle d'un comité de retraite, lequel a des responsabilités fiduciaires et doit rendre compte de ses décisions envers tous les membres du régime, pas seulement ceux qui l'ont élu. D'autres sources de tension ont trait au leadership exercé au sein des comités de retraite, lequel semble fort variable, à l'évaluation de la performance financière, laquelle est souvent effectuée en faisant abstraction du risque, à la capacité des plus petits régimes d'atteindre des niveaux d'efficacité comparables à ceux des plus grandes caisses disposant de ressources plus considérables.

Une distillation des résultats de recherche et une connaissance du milieu amènent certains chercheurs à conclure que la gouvernance d'un régime de retraite est un facteur important pour sa performance et sa santé financière et qu'un régime désirant afficher une bonne gouvernance se doit d'avoir un certain nombre d'attributs. Un élément central est la nécessité pour le comité de retraite d'exercer pleinement son rôle d'instance suprême en matière de gouvernance au sein d'un régime de retraite et de conserver le contrôle de l'agenda, que ce soit en matière de gestion de portefeuille ou de gestion des risques. La capacité pour le comité de retraite de s'appuyer sur des ressources (financière ou humaines) suffisantes est donc critique à cet égard.

Volet B

Dans le cadre du volet, notre intention est de présenter le portrait global de la situation financière des régimes de retraite québécois, qu'ils soient des secteurs privé, public et para-public. À cet effet, nous avons pu disposer de données fournies gracieusement par la Régie des rentes du Québec relativement à l'ensemble des régimes de retraite sujets à leur autorité. Les principaux constats qui se dégagent de nos analyses sont les suivants :

1. Un grand nombre de régimes (environ le tiers) sont de taille relativement modeste et représente une fraction minime (environ 1%) de l'actif total du système de retraite québécois.
2. Les rendements affichés par les régimes de retraite ne semblent pas reliés à leur taille et sont comparables entre les régimes des secteurs privé et public/para-public.
3. Les tendances en matière de répartition de l'actif doivent être nuancées. D'une part, les catégories d'actif alternatif (catégories *Autres* et *Immobilier* dans la classification de la RRQ) ont gagné en popularité depuis 2000, principalement dans les régimes de grande taille. D'autre part, les régimes de grande taille du secteur privé ont accru la pondération des obligations dans leur portefeuille,

creusant l'écart à cet égard relativement aux régimes des secteurs public et para-public.

4. Les années 2000 ont vu une détérioration majeure des ratios de capitalisation des régimes, tous secteurs confondus et ce, peu importe la taille du régime. La situation semble s'être stabilisée depuis 2010 mais, il ressort clairement que la position des régimes du secteur privé est relativement plus favorable que celle des régimes des secteurs public et para-public.
5. En ce qui a trait aux comités de retraite, le nombre de membres est resté relativement stable au cours de la période.

Volet C

Des entretiens avec 28 acteurs du monde des régimes de retraite québécois nous permettent de brosser le portrait suivant de la gouvernance qui y est pratiquée et des enjeux qui en découlent en matière de gestion de portefeuille. Ainsi, malgré une loi unique, les structures et les pratiques de gouvernance peuvent varier considérablement d'un régime à l'autre, un exemple étant l'avènement des sous-comités de placement, souvent dotés d'une pleine délégation de pouvoir par le comité de retraite et parfois constitués en majorité de membres qui ne sont pas membres du comité de retraite. La grande variance dans la taille des régimes amène aussi une variance dans les modèles de gestion de l'actif retenus (gestion internalisée avec équipe dédiée, gestion externalisée, gestion mixte) ainsi que des variantes dans les politiques de placement, certains types de placement étant possibles pour des caisses plus importantes mais non pour les plus petites. Cependant, ces nouveaux types de placement comportent également des risques qui sont souvent mal jaugés. Il ressort également qu'il existe des tensions importantes entre les acteurs (p.ex., consultants et gestionnaires de portefeuille), notamment en ce qui a trait aux paramètres des politiques de placement, aux critères d'évaluation de la performance des gestionnaires de portefeuille, aux critères de sélection retenus, etc. L'évolution des pratiques de gestion de portefeuille est aussi en décalage avec les compétences et disponibilités de temps des membres de comités de retraite et soulève des questions quant au suivi des risques encourus.

L'existence de tensions n'est pas nécessairement problématique si elle est contrôlée et utilisée à bon escient dans un but de changement et d'amélioration. Toutefois, sans leadership et sans compétences suffisantes pour les capter et les utiliser, les tensions décrites ci-haut peuvent miner la performance à long terme d'un régime ainsi que sa santé financière (et celle de ses membres). À cet égard, nos entretiens nous amènent à constater cinq enjeux auxquels les régimes de retraite, ainsi que les instances de surveillance, devront considérer au cours des prochaines années :

1. Un univers restreint axé sur des réseaux;

2. Une gouvernance en mutation;
3. Des acteurs aux intérêts et compétences divergents;
4. La montée de la complexité et de l'expertise;
5. Une performance sous pression.

La complexité grandissante des portefeuilles des caisses de retraite amène les experts à jouer un rôle grandissant dans leur gouvernance et dans leur gestion, minant possiblement les pouvoirs réels des comités de retraite et posant le risque que la gestion de l'actif se détache graduellement des intérêts de l'ensemble des membres du régime. Cette focalisation sur l'expertise, que nous considérons un concept différent de la compétence que doit avoir tout membre de comité de retraite, mène la gouvernance des régimes de retraite à reposer sur un nombre relativement restreint de consultants et de membres « indépendants », soit de comité de retraite soit de sous-comité de placement. Cette tendance peut amener des comportements dits d'imitation (« herding »), les caisses adoptant les mêmes pratiques et retenant les mêmes politiques de placement en même temps. L'expérience dans d'autres secteurs, notamment le domaine bancaire, indique que de tels comportements accroissent considérablement les risques systémiques. La gouvernance des régimes a aussi considérablement évolué depuis quelques années avec la constitution par plusieurs caisses de sous-comités de placement quasi-autonomes. Surtout dans le secteur public, ces sous-comités détachent la gestion de portefeuille des tensions qui prévalent au sein du comité de retraite, une instance où il semble difficile pour plusieurs représentants d'intérêts socio-économiques particuliers de se détacher et de jouer pleinement leur rôle de fiduciaire au bénéfice de l'ensemble des membres du régime. Les changements socio-démographiques ainsi que l'environnement économique mettent énormément de pression à court terme sur les comités de retraite pour afficher une bonne performance, le tout possiblement au détriment de la performance à long terme.

Volet D

S'appuyant sur les écrits et meilleures pratiques en gouvernance d'entreprise et en gouvernance des régimes de retraite et retenant les éléments pertinents de nos entretiens, nous formulons un certain nombre de recommandations dont l'application pourra être réglementaire, législative ou volontaire. Nos recommandations portent sur quatre facettes de la gouvernance des régimes de retraite :

- A. Gouvernance intégrée;
- B. Encadrement de la gouvernance au niveau de chaque régime (micro);
- C. Gouvernance en pratique;
- D. Encadrement de la gouvernance à l'échelle systémique (macro).

A. Gouvernance intégrée

Les recommandations qui suivent portent principalement sur l'élaboration de leur vision, mission et stratégie par les régimes de retraite, ces responsabilités incombant au comité de retraite. La perspective retenue est que la gouvernance d'un régime de retraite comprend trois facettes complémentaires. D'une part, le comité de retraite doit se donner une vision et une mission claires et cohérentes avec la réalité socio-économique du régime, laquelle comprend entre autres les engagements. Par la suite, le comité doit formuler une stratégie qui est cohérente avec cette vision et cette mission.

- A1. Le comité de retraite doit formuler des énoncés de vision et de mission clairs fondés sur la réalité socio-économique du régime mais qui traduisent également les attentes à long terme. Ces énoncés serviront à évaluer le succès du comité à répondre aux attentes des parties prenantes.
- A2. Sur la base de la vision et de la mission qu'il s'est donné, le comité de retraite doit élaborer une stratégie qui se décline en différents objectifs. Ces objectifs porteront sur la gestion de l'actif, du passif et des risques.
- A3. Dans une perspective de gouvernance intégrée, un élément clé de la stratégie est l'élaboration d'un budget de risque, lequel traduit la tolérance du comité de retraite face aux différents risques qu'il rencontrera dans l'atteinte de ses objectifs.
- A4. Le comité de retraite devra adopter une politique de suivi formelle quant aux différents aspects de la gestion du régime (gestion de l'actif, du passif et des risques).
- A5. La composition du comité de retraite devrait refléter les enjeux auquel il fait face.

B. Encadrement de la gouvernance au niveau de chaque régime (micro)

Les recommandations qui suivent portent principalement sur les structures et moyens de gouvernance à mettre en place au sein des régimes de retraite, le but étant de s'assurer que ces instances oeuvrent dans une perspective de gouvernance intégrée telle que décrite ci-haut. Ultiment, nous croyons qu'une telle approche mènera à la création de valeur à long terme, tel que suggéré par notre recension des écrits.

- B1. Les comités de retraite devraient être constitués dans la perspective de favoriser les analyses et les discussions critiques. Les comités de retraite devraient « prendre possession » de toutes les décisions stratégiques effectuées par le régime de retraite. Par conséquent, le comité devrait afficher une taille efficace selon ces critères. En outre, ceci implique également que le comité ne peut s'abriter derrière des avis d'experts pour prendre ses décisions.
- B2. Les comités de retraite devraient demeurer l'instance décisionnelle et de reddition des comptes dans la gouvernance d'un régime. Par conséquent, tout

sous-comité devrait être un sous-ensemble du comité de retraite : en d'autres termes, seuls les membres d'un comité de retraite devraient pouvoir être membres d'un sous-comité.

- B3. La constitution d'un sous-comité de placement, responsable de l'allocation des actifs compte tenu du budget de risque, de la sélection des gestionnaires d'actif, du suivi des gestionnaires et du suivi rapproché sur une base continue (p.ex., mensuelle) de la performance de l'actif.
- B4. La constitution d'un sous-comité de gouvernance devrait être envisagée. Ce sous-comité serait responsable de la surveillance des risques dans une perspective à long terme compte tenu des paramètres de tolérance au risque adoptés par le comité de retraite.
- B5. Une rémunération, ne serait-ce que symbolique, devrait être envisagée.
- B6. Un budget de gouvernance devrait être alloué sur une base annuelle pour la formation (connaissances) et le développement des compétences des membres du comité de retraite.

C. Gouvernance en pratique

Les recommandations qui suivent portent principalement sur les attributs et comportements des personnes impliquées dans la gouvernance des régimes de retraite, à savoir les membres des comités de retraite. Ces recommandations sont inspirées entre autres des écrits en gouvernance d'entreprise mais également des travaux de Clark sur la gouvernance des caisses de retraite (voir Volet B). Essentiellement, et dans une perspective à moyen terme, la légitimité ainsi que la crédibilité des membres du comité de retraite sont des considérations incontournables.

- C1. Tous les membres de comités de retraite devraient afficher un niveau minimal de connaissances et de compétence pour garder leur poste. Une évaluation par les pairs, possiblement administrée par le président du comité, devrait être effectuée sur une base régulière.
- C2. Des limites de mandat devraient être envisagées, tant pour les membres de comité de retraite que pour les membres de sous-comités.
- C3. La fréquence des rencontres devraient être suffisante pour que le comité de retraite et le ou les sous-comités assument pleinement leur rôle et développent une dynamique de groupe efficace. De fait, il est probable que les sous-comités se rencontrent plus souvent que le comité lui-même.
- C4. Les sous-comités devraient rendre compte de leurs travaux à chaque réunion du comité de retraite.
- C5. Les processus de sélection et de suivi des gestionnaires de portefeuille devraient être revus.

C6. Les comités doivent être attentifs à l'évolution des marchés financiers et revoir la politique de placement de manière dynamique.

D. Encadrement de la gouvernance à l'échelle systémique (macro)

Les régimes de retraite sont un secteur critique de notre économie de par l'ampleur de leur actif sous gestion et du nombre de personnes dont l'avenir financier en dépend. Les dernières années nous fournissent plusieurs illustrations alarmantes à cet égard, au Québec et ailleurs dans le monde. De ce fait, les succès et surtout les échecs des caisses de retraite ont ultimement une incidence politique et sociale en plus d'avoir des implications économiques. Nous croyons donc qu'une réflexion devrait être amorcée quant à la surveillance systémique des régimes de retraite québécois et à la mise sur pied d'une instance focalisée de surveillance.

Pension Fund Governance and Portfolio Management : Working Under Tension

Executive Summary

The pension plans of public and private sectors' organisations set up according to Québec pension plans' law control over \$130 billion of assets and reach hundreds of thousands of active and retired members whose financial well-being depends greatly upon the performance of their pension fund. While large, this number excludes pension plans offered civil servants working directly for the government, the Régime des rentes du Québec, Hydro-Québec's pension plan as well as all plans set up according to federal legislation. Hence, pension plans represent a critical dimension of Québec's financial markets and economy. Within that context, it appears to us that the governance of pension plans has a bearing beyond their immediate stakeholders. However, despite its far-reaching consequences, the governance of pension plans is a relatively unknown reality, as is its interface with pension plans' asset management, the key source of their future performance and financial capability to meet their obligations toward their members.

The current study aims to ascertain the contour of pension plan governance within the context of Québec organisations, both from the public and private sectors, especially with regard to how it maps into their asset management. Comprising four distinct sections, we analyze and discuss in turn the following issues : 1) from a synthesis of prior research, what is the state of our understanding regarding the governance of pension plans? (Section A) 2) relying on data from Régie des rentes du Québec, what is the governance and financial profile of Québec-based pension funds? (Section B), 3) what are the views and perspectives of various actors of the pension plan scene? (Section C) and 4) moving forward, what are courses of action that the government, regulators and other stakeholders should consider? (Section D).

Section A

Tensions seem to underlie the governance of pension plans. For instance, while a pension plan's strategy and time horizon should be long term, the objectives and financial imperatives of its sponsor organization and other stakeholders (retired members) are often short term in nature, with predictable tension in asset management. Another source of tension relates to the mapping between pension board composition and asset management. On one hand, investment strategies and vehicles are becoming increasingly complex, with several levels of risks and uncertainty. On the other hand, the competence of pension board members' is often mentioned as insufficient. A third source of tension is how pension board members are appointed. As representatives of a particular stakeholder's viewpoint, it is difficult to difficult such status with their responsibility to

act as fiduciaries for all pension plan members, not just their constituency. Other sources of tension encompass the leadership within pension boards, the performance evaluation of asset managers (often without much consideration for risk), and the difficulty for small plans to reach efficiency levels comparable to larger plans.

On the basis of a distillation of prior research findings combined with a deep understanding of the pension plan scene, some observers conclude that pension plan governance is a critical driver of its ultimate performance and financial health. Moreover, a plan aiming to achieve effective governance must exhibit some attributes, the most critical being the central role to be played by the pension board and the necessity for it to control the agenda at all levels, including asset management and risk management. Under these conditions, it is essential that the pension board be able to draw upon sufficient human and financial resources.

Section B

In this section, we provide a profile of Québec pension plans, on both governance and financial dimensions, relying on data obtained from regulatory filings. The main conclusions that emerge from our analysis are the following :

6. A significant number of plans (around one-third) are fairly small and, overall, represent around 1% of total assets held by Québec-registered pension plans.
7. The performance (returns) of plans does not seem to relate to their size and appears comparable between public sector plans and private sector plans.
8. Trends in asset allocation are multi-dimensional. On one hand, alternative asset classes (which includes real estate and non-bond or stock market investments) have become more popular since 2000, mostly in large size plans. On the other hand, large private sector pension plans have increased the allocation given to bonds within their portfolio, further increasing the gap in this regard between them and public sector plans.
9. Since 2000, there has been a steady deterioration in capitalization ratios in all plans, irrespective of their sector and of their size. While the situation seems to have stabilized since 2010, it is clear that private sector plans exhibit a much sounder financial situation than public sector plans.
10. The size of pension boards has remained stable throughout the period.

Section C

Interviews were conducted with 28 actors within the Québec pension world. These actors play various roles such as actuaries, portfolio managers, pension board advisers, pension board members, administrative staff, etc. An interesting finding is that despite the fact that the law is the same for all plans, governance structures and practices vary considerably from one plan to the next. One such development is the emergence of investment subcommittees, which are not mentioned in the law, but which often have

mandates from the pension board with full delegation of power. Moreover, some of these subcommittees comprise a majority of members who are not members of the pension board. The variance in pension board size also translates into variance in asset management models (internalized management with staff, external management with oversight, mixed models). Moreover, certain types of investments are part of large plans' investment portfolios but are not easily accessible by smaller funds. While in theory an advantage, the ability to invest in such vehicles also carries risks which are often not properly ascertained and gauged. Important tensions also exist between some of the players (e.g., consultants and asset managers), most notably with respect to investment policies, performance evaluation criteria for asset managers, selection criteria for new asset managers, etc. There is also a widening gap between the evolution in asset management practices and the competence and availability of pension board members, thus raising questions as to the adequacy of the risk oversight.

While tensions in themselves are not necessarily a problem if they are managed and used to achieve commonly determined goals, poor or weak leadership and lack of competence severely undermine their potential benefits and potentially undermine plan performance and its long-term financial situation. Five issues warrant the attention of regulators and governments over the next few years:

6. Québec's pension world is relatively constrained and network-oriented, thus raising the possibility of some herding behaviour, a systemic risk concern;
7. In-practice governance is evolving rapidly (e.g., emergence of investment subcommittees), without necessarily much assessment of the long term implications from new practices;
8. Players involved in the pension area have widely divergent interests and competences, with the resolution of such tensions or gaps not fully grasped or successful;
9. Complexity and expertise are becoming mantra within the world of pension plans, thus raising some concerns as to the effectiveness of a governance framework conceived in another era and to the ability of pension boards to monitor developments;
10. The performance of pension plans is under pressure, raising further the stakes in matters of governance.

Section D

On the basis of best practices in corporate governance and in pension plan governance, and retaining particular aspects of the analyses performed in sections B and C, we put forward a few thoughts as to potential changes to the current model of pension plan governance. Our views revolve around four themes:

- A. An integrated governance model, which emphasizes performance as well as risk;
- B. A framework for plan governance (micro governance), which puts the pension at the center of accountability and decision-making;
- C. Sound governance in practice, ensuring that pension boards are effective and perform competently their duties;
- D. A framework for systemic governance (macro governance) which takes a comprehensive perspective on the oversight of pension plans.

Table des matières

Sommaire exécutif	1
Introduction : mandat et organisation du rapport	10

Volet A

Gouvernance des régimes de retraite : synthèse des travaux et implications

Section 1	Tour d’horizon	14
1.1	Contexte socio-économique et impact sur les régimes de retraite	
1.2	Les conflits d’agence au sein des caisses de retraite	
1.3	Efficacité des mécanismes de gouvernance	
Section 2	Spécificités des enjeux de gouvernance et de gestion des caisses de retraite	28
2.1	Horizon d’investissement : court terme ou long terme	
2.2	Rôle et délégation des membres du comité de retraite	
2.3	Composition du comité de retraite : indépendance des fiduciaires	
2.4	Compétences des fiduciaires	
2.5	Leadership, style de prise de décision, collégialité	
2.6	Incentifs financiers et évaluation de la performance	
2.7	Taille des régimes de retraite, efficience et gouvernance	
Section 3	Clark et Urwin : Budget de gouvernance	41
3.1	Recommandations de meilleures pratiques	
3.2	Budgets de risque et gouvernance	
	Références sélectionnées	

Volet B

Analyse quantitative des régimes de retraite Québécois

Section 4	Analyse des régimes de retraite supervisés par la Régie des rentes du Québec	51
4.1	Introduction	
4.2	Rendements des régimes	
4.3	Répartition de l’actif	
4.4	Gouvernance	
4.5	Conclusions	
	Figures	
	Tableaux	

Volet C

Points de vue

Section 5	Analyse qualitative d’opinions émises par des acteurs du monde des régimes de retraite québécois	69
5.1	Contexte : encadrement juridique	
5.2	Méthodologie	
5.3	Une gouvernance à géométrie variable	
5.4	L’avènement du comité de placement	

5.5	Vers un nouveau modèle de gouvernance	
5.6	Taille du régime et modèle de gestion	
5.7	Tensions entre les acteurs et incidence sur les rendements	
5.8	Une gestion de portefeuille focalisée sur les indices de référence	
5.9	Les membres du comité de retraite face à un univers des placements en évolution	
5.10	La gestion des risques : un nouveau défi	
5.11	Les compétences des membres du comité de retraite : un enjeu	
5.12	Gestionnaires de portefeuille, consultants et fiduciaires : une configuration d'acteurs sous tension	
Section 6	Enjeux	89
6.1	Un univers restreint axé sur les réseaux	
6.2	Une gouvernance en mutation	
6.3	Des acteurs aux intérêts et compétences divergents	
6.4	La montée de la complexité et de l'expertise	
6.5	Une performance sous pression	
Annexe 1		
Annexe 2		
<i>Volet D</i>		
<i>Vers une gouvernance renforcée</i>		
Section 7	Prémisses et recommandations	98
7.1	Prémisses	
7.2	Recommandations	

Introduction

La viabilité financière de plusieurs régimes de retraite à prestations déterminées est actuellement remise en question, notamment en raison d'un environnement caractérisé par des taux d'intérêt très bas, de faibles rendements caractérisés par une volatilité élevée et des tendances démographiques défavorables quant à la mesure du passif actuariel (p.ex., allongement des espérances de vie). En effet, les fonds avec une répartition d'actif traditionnelle (60% (actions) / 40% (obligations)) se retrouvent avec des ratios de solvabilité qui nécessiteraient des infusions de capital importantes.

Dans ce contexte de crise, plusieurs régimes envisagent ou ont effectué des changements structurels importants dans leur approche de gestion et de gouvernance. Par exemple, historiquement, de nombreuses caisses de retraite ont recouru à une stratégie d'allocation d'actif orientée vers les titres boursiers et obligataires, la liquidité des marchés et la relative simplicité de ces classes d'actif facilitant la gestion et la gouvernance d'un régime. Or, la nécessité pour la plupart des caisses de combler des déficits actuariels importants les amène à considérer d'autres classes d'actif beaucoup moins liquides (p.ex., immobilier), plus complexes (p.ex., fonds de couverture, placements alternatifs, commodités, etc.) et qui comportent des profils de risque différents des actions transigées en bourse et des obligations.

Cependant, ce repositionnement stratégique amène les caisses de retraite dans un univers non balisé où se cachent des risques plus ou moins bien connus ou maîtrisés. La sélection de nouvelles classes d'actif, l'embauche de nouveaux gestionnaires pour ces classes d'actif, et la surveillance de la performance de ces gestionnaires constituent autant de nouveaux défis pour les comités de retraite. Les stratégies de communications stratégiques entre les gestionnaires de portefeuille et les parties prenantes des régimes de retraite (bénéficiaires, contributeurs, organisations) doivent forcément évoluer pour s'adapter à cette nouvelle réalité.

Somme toute, ce type de repositionnement stratégique représente un défi majeur pour les comités de retraite chargés de l'approuver et de suivre sa mise en œuvre, tant en termes d'expertise que de ressources.

Ce nouvel environnement affecte également la relation entre les fiduciaires de ces fonds (comités de retraite) et les marchés financiers, plus particulièrement les gestionnaires d'actifs opérant à l'intérieur ou à l'extérieur du fonds. Ces relations sont souvent orientées ou influencées par des conseillers et experts externes tels qu'actuaire, conseillers financiers à l'évaluation de la performance, etc. En effet, la complexité croissante des stratégies de portefeuille nécessite pour un comité de retraite à recourir de manière accrue à différents types d'experts dont l'avis devient déterminant. En outre, l'interface entre ce contexte de crise et la structure de gouvernance des caisses de retraite

a une incidence certaine sur le risque supporté par le fonds, et ultimement par les membres cotisants et retraités du régime ainsi que sur les organisations commanditant ces régimes.

Enfin, le positionnement de Montréal, et plus globalement du Québec, en tant que place financière est également influencé par ces tendances. Plusieurs des experts en stratégie de placement alternative sont domiciliés en dehors du Québec. En outre, une réorientation vers une stratégie de gestion de portefeuille non-traditionnelle implique le recours à des gestionnaires de placements alternatifs souvent non-Québécois ou non-Canadiens.

D'où la question suivante qui sous-tend notre démarche : Quelles sont les pratiques de gouvernance mais également les pratiques d'affaires des acteurs des marchés financiers qui assureront la création de valeur et la protection de l'actif ?

Le présent rapport a pour objectif de dresser un portrait des structures de gouvernance observées au sein des régimes de retraite opérant au Québec, notamment en ce qui a trait à leur interface avec la gestion de l'actif sous leur responsabilité. Le rapport contient quatre volets distincts.

Dans un premier temps (volet A), nous effectuons un survol des enjeux relatifs à la gouvernance des régimes de retraite, tels que présentés et discutés dans les littératures professionnelle et scientifique. Essentiellement, nous présentons tout d'abord un tour d'horizon du contexte socio-économique dans lequel les régimes de retraite évoluent et dressons un tableau de la problématique de gouvernance qu'il soulève. Par la suite, nous focalisons notre attention sur un certain nombre d'enjeux de gouvernance documentés et étudiés dans les écrits professionnels et scientifiques. Enfin, nous présentons et discutons du modèle de gouvernance des régimes de retraite esquissé par les chercheurs Clark et Urwin, deux spécialistes britanniques sur cette question.

Par la suite (volet B), il apparaît judicieux de fournir un portrait global de la situation des caisses de retraite québécoises, notamment en ce qui a trait à leur taille, performance financière, situation financière, gouvernance et composition de portefeuille. Notre analyse est à la fois transversale (ensemble des régimes de retraite enregistrés auprès de la Régie des rentes du Québec) et temporelle (évolution dans le temps des différents paramètres cités auparavant entre 2000 et 2013).

S'appuyant sur notre recension des écrits antérieurs en gouvernance des caisses de retraite, le volet C présente une synthèse et les principaux constats qui émergent d'une série d'entretiens semi-structurés avec différents acteurs du monde des régimes de retraite au Québec qui sont au fait de l'interface entre la gouvernance des régimes et la gestion de l'actif : membres de comités de retraite, consultants, gestionnaires de portefeuille, gestionnaires de caisses. Ces entretiens nous permettent d'explorer en profondeur les

mécanismes de gouvernance des régimes de retraite et leur fonctionnement (comités, prise de décisions, gestion des fonds, conseillers externes, rôle des experts, gestion des risques, etc.). De plus, ces entretiens nous permettent d'apprécier comment la gestion de l'actif et la gouvernance des régimes a évolué face à un environnement financier et démographique fort difficile.

Finalement, nous formulons un ensemble de recommandations (volet D), lesquelles s'appuient sur les principes et meilleures pratiques émanant de la littérature en gouvernance d'entreprise et en gouvernance de régime de retraite ainsi que sur les principales conclusions qui se dégagent de nos entretiens. Nos recommandations s'articulent autour de trois thèmes. Premièrement, nous commentons sur la nécessité pour la gouvernance des régimes de retraite de s'appuyer sur une perspective élargie et intégrée. À cet égard, la macro-gouvernance, c'est-à-dire la surveillance de l'ensemble du système des régimes de retraite québécois, nous apparaît un élément à renforcer et à bonifier. Deuxièmement, nous nous concentrons sur la micro-gouvernance, c'est-à-dire sur la gouvernance au sein des régimes de retraite individuels. Notre préoccupation à cet égard est l'encadrement des pratiques de gestion par une structure de gouvernance efficace et moderne, laquelle reflète les avancées en gouvernance d'entreprise ainsi que les constats émanant de la recherche en gouvernance sur les caisses de retraite. Enfin, nous effectuons un certain nombre de recommandations relatives aux personnes impliquées dans la gouvernance des régimes de retraite.

Nous croyons que cette recherche interpelle non seulement le régulateur et le législateur, mais aussi les gestionnaires et les membres de comités de retraite. D'une part, nous présentons un portrait global de la recherche sur la question de la gouvernance des régimes de retraite, ce qui nous permet de dégager les défis auxquels elle fait face. En outre, nous brossons un portrait de la situation quant à la composition agrégée des portefeuilles de caisses de retraite et identifions certaines tendances en termes de performance financière. D'autre part, nos entretiens nous permettent de distiller un certain nombre de messages qui pourront intéresser les instances de gouvernance, que ce soit au niveau de caisses individuelles ou à l'échelle du Québec.

Nous tenons à remercier l'Autorité des marchés financiers pour son appui financier. Nous remercions également la direction de la Régie des rentes du Québec de nous avoir transmis des données relatives à l'univers des caisses de retraite sous leur juridiction. Nous tenons à remercier aussi toutes les personnes qui ont bien voulu nous rencontrer dans le cadre de ce projet. M. Bernard Morency de la Caisse de dépôt et placement du Québec nous a appuyés d'une manière importante dans la réalisation de ce projet. Enfin, Michel Magnan reconnaît l'appui de la chaire de gouvernance d'entreprise Stephen A. Jarislowsky et de l'Institut sur la gouvernance des organisations privées et publiques.

Volet A

Gouvernance des régimes de retraite - Synthèse des travaux et implications

Depuis une quinzaine d'années, les caisses de retraite ont fait face à de nombreux chocs qui testent sérieusement leur gouvernance et leur stratégie de gestion de l'actif. D'une part, les crises financières du 21^e siècle (p. ex., éclatement de la bulle technologique au début du siècle, attentats terroristes du 11 septembre 2001, crise financière de 2007-2009, crise grecque) ont amené une volatilité importante sur les marchés financiers, notamment en ce qui a trait aux rendements boursiers, une composante importante des portefeuilles détenus par les caisses. D'autre part, les mesures prises par les banques centrales et les gouvernements par suite de ces crises se sont traduites par une baisse continue et prolongée des taux d'intérêt au cours de la période, amenant un gonflement important des passifs actuariels affichés par les caisses de retraite. Ces deux tendances de fond (volatilité accrue, bas taux d'intérêt) surviennent alors que les régimes de retraite de plusieurs organisations atteignent des niveaux de maturité élevés quant à l'ampleur de leur ratio membres retraités/membres actifs.

La résultante de ces tendances est de gonfler, et également de rendre plus volatils, les charges et les passifs de retraite des organisations. Dans ce contexte, les attentes de plusieurs parties impliquées (directions d'organisations, membres de comités de retraite) sont élevées quant à la capacité de l'actif de générer des rendements plus stables et qui assureront la pérennité du régime. Au sein de plusieurs organisations, les pressions sont donc grandes pour revoir et repenser la gestion de l'actif des caisses de retraite.

En effet, alors que plusieurs personnes actives aujourd'hui en Occident comptent sur les régimes de retraite dans lesquels ils participent afin d'assurer un revenu convenable une fois l'âge de la retraite atteint, les récentes crises ont montré la fragilité relative de cette garantie. De plus, la taille importante des actifs gérés par les caisses de pension partout dans le monde ainsi que la participation importante des caisses de retraite dans les marchés financiers en font des acteurs économiques importants. En effet, une étude de Watson Wyatt (2013) portant sur 13 pays ayant les caisses de retraite les plus importantes à travers le monde rapporte que, pour ces pays, le ratio moyen de l'actif des caisses de retraite relatif au PIB est de 78,3 % en 2012 (85 % au Canada).

Section 1 Tour d’horizon

En premier lieu, nous brossons un tableau sommaire du contexte socio-économique auquel les régimes de retraite font face, et ce, à l’échelle mondiale. Ce contexte, ainsi que les tendances économiques et démographiques qu’il comporte, influence grandement la performance des caisses de retraite ainsi que leur durabilité. Toutefois, le lien entre le contexte socio-économique et la performance d’une caisse de retraite est fortement dépendant de sa gouvernance et de ses choix en matière de gestion de portefeuille. Or, plusieurs indices laissent croire que la gouvernance des régimes de retraite est inefficace et entraîne des choix stratégiques en matière de politique d’investissement qui ne sont pas optimaux en termes d’exposition au risque et de pérennité. En deuxième lieu, à partir des écrits sur la question, nous analysons les acteurs œuvrant dans le domaine des régimes de retraite et tentons de déterminer les points de tension en matière de gouvernance. Finalement, à partir des recherches sur la question, nous décrivons comment l’efficacité des mécanismes de gouvernance peut affecter la performance et les stratégies d’investissement d’une caisse de retraite.

Chaque sous-section comprend un bref aperçu de la problématique analysée et des constats qui émergent des études antérieures ainsi qu’une synthèse des résultats et conclusions de ces études.

1.1 Contexte socio-économique et impact sur les régimes de retraite

Aperçu

Des tendances sociodémographiques négatives alliées à un environnement économique caractérisé par un déclin des taux d'intérêt et la succession de crises financières (la plus récente étant celle de 2007-2009) ont exposé plusieurs lacunes ou faiblesses dans la gouvernance et la gestion de portefeuille des caisses de retraite nord-américaines. En plus de mettre en exergue ces lacunes, la résultante de ces tendances est de gonfler et rendre plus volatils les charges et passifs de retraite des organisations. Dans ce contexte, les attentes de plusieurs parties impliquées (directions d'organisations, membres de comités de retraite) sont élevées quant à la capacité de l'actif de générer des rendements plus stables et qui assureront la pérennité du régime. Au sein de plusieurs organisations, les pressions sont donc grandes pour revoir et repenser la gestion de l'actif des caisses de retraite.¹

Plus fondamentalement, la confiance dans la durabilité à long terme du système de retraite tel qu'actuellement conçu a été ébranlée, la migration des régimes de retraite à prestations déterminées vers des régimes à cotisation déterminée en étant un symptôme. Ces chocs ont également amené plusieurs organisations à revoir leurs pratiques de gouvernance et de gestion de portefeuille au sein de leurs régimes de retraite.

Références principales: (5), (19), (20), (26), (31), (32) (34), (35).

Références secondaires : (2), (7), (10), (15), (22), (21), (30).

Synthèse

Combinée à des tendances sociodémographiques négatives et à un contexte économique caractérisé par un déclin des taux d'intérêt, la crise financière de 2007-2009 a exposé plusieurs lacunes ou faiblesses dans la gouvernance et la gestion de portefeuille des caisses de retraite nord-américaines. Ces chocs ont sévèrement ébranlé la confiance dans la durabilité à long terme du système de retraite, tel qu'actuellement conçu, et renforcé la migration des régimes de retraite à prestations déterminées vers des régimes à cotisations déterminées.

¹ En effet, alors que plusieurs personnes actives aujourd'hui en Occident comptent sur les régimes de retraite dans lesquels ils participent afin d'assurer un revenu convenable une fois l'âge de la retraite atteint, les récentes crises ont montré la fragilité relative de cette garantie. De plus, la taille importante des actifs gérés par les caisses de pension à travers le monde ainsi que la participation importante des caisses de retraite dans les marchés financiers en font des acteurs économiques importants. En effet, une étude de Watson (2013) portant sur 13 pays ayant parmi les caisses de retraite les plus importantes à travers le monde rapporte que, pour ces pays, le ratio moyen de l'actif des caisses de retraite relatif au PIB est de 78,3 % en 2012 (85 % au Canada).

Ainsi, à la fin de 2008, l'OCDE estimait les pertes liées à la crise pour les caisses de retraite à travers le monde à 5,4 billions de dollars américains (Yermo et Severinson, 2010). Ces pertes représentaient plus de 20 % de la valeur totale des actifs de ces caisses de retraite avant la crise (Jackowicz, 2012). Les pertes enregistrées se sont répercutées sur la richesse des participants et des organisations soutenant ces régimes de retraite. Par exemple, au Canada, la cotisation totale des employeurs et des employés aux régimes de retraite à cotisations déterminées et hybrides est passée de 2,2 % du PIB en 2007 à 3 % par suite de la crise en 2009.

La crise financière de 2008 a également mis en lumière la vision à court terme de plusieurs caisses de retraite ainsi que leurs choix inadéquats en matière de tolérance au risque et d'investissements (Woods, 2010). Dans ce sens, Hollanders (2010) affirme que les pertes liées à la crise ont affecté davantage les caisses investissant dans des actifs à haut risque. Par exemple, durant les 10 premiers mois de la crise de 2008, les pertes les plus importantes ont été enregistrées par les caisses de retraite du secteur privé américain, en raison notamment de la pondération importante des titres boursiers au sein de leurs portefeuilles (Impavido et Tower, 2009). Avec un rendement moyen négatif de 21,4 % en 2008, les caisses de retraite du secteur privé canadien se sont classées en 4^e position parmi les pays de l'OCDE quant à l'ampleur de leurs pertes. En comparaison, la moyenne des caisses de retraite des pays de l'OCDE ont affiché une perte de 17,4 % (OCDE, 2009). De manière similaire aux caisses de retraite américaines, la forte pondération en actions des caisses de retraite du secteur privé canadien explique largement ces pertes. Ainsi, à la fin de 2007, plus de 50 % de l'actif des caisses de retraite du secteur privé canadien était investi en actions alors que la moyenne des 20 autres pays de l'OCDE se situait autour de 36 %.

Par conséquent, certaines caisses de retraite ont repensé leur manière d'investir en se concentrant sur des investissements affichant des rendements moins volatils et plus durables (Woods, 2010). Toutefois, les derniers chiffres soulignent la persistance de stratégies d'investissement relativement risquées. En effet, en 2012, 47,3 % des actifs des caisses de retraite des sept marchés les plus importants au monde (dont les États-Unis et le Canada) sont investis en actions (Watson, 2013). On remarque aussi que la proportion des placements en actions a augmenté en 2012 aux dépens d'autres types de placements.

En général, dépendamment de la structure du régime et du partage des risques prévus, les conséquences des crises financières se répercutent en premier lieu sur le promoteur (« sponsor ») ou sur les bénéficiaires ou sur les deux. Alors que les promoteurs sont les plus affectés par la crise dans le cas des régimes de retraite à prestations déterminées, les bénéficiaires, quant à eux, subissent directement les pertes dans le cadre des régimes de retraite à cotisations déterminées. Historiquement, les organisations canadiennes ont

majoritairement offert à leurs employés des régimes de retraite à prestations déterminées. Cependant, la tendance actuelle est vers l'adoption de régimes de retraite à cotisations déterminées (Watson, 2013). Pour les régimes de retraite à cotisations déterminées, il est important de noter que les bénéficiaires ayant atteint l'âge de la retraite au moment de la crise ont particulièrement souffert de cette dernière. Dans certains pays, l'absence de régulations permettant de sécuriser les régimes accumulés a fait ressortir les risques et l'incertitude liés aux régimes de retraite à cotisations déterminées. En effet, les rentes de retraite découlant de ces régimes sont influencées par plusieurs facteurs, dont la volatilité et les conditions des marchés au moment du décaissement par le bénéficiaire. Antolin (2010) explique que deux individus ayant exactement les mêmes profils (ex. : taux de cotisation, évolution salariale, nombre d'années de cotisation) peuvent recevoir des revenus significativement différents dépendamment de l'année où ils atteignent l'âge de la retraite. Par exemple, aux États-Unis, un individu ayant pris sa retraite à l'âge de 65 ans quelques mois avant la crise de 2008 a pu profiter d'un taux de remplacement égal à 24 %, alors qu'un autre individu ayant atteint l'âge de la retraite une année plus tard, au moment de la crise, a vu son taux de remplacement baisser à 15 %.

Ainsi, les récentes crises ont démontré que la performance des caisses de pension est largement affectée par le contexte économique. De plus, au 21^e siècle, des tendances lourdes, comme le vieillissement de la population, l'augmentation de la durée de vie des individus, ainsi que les bas taux d'intérêt, créent de nouveaux défis pour la durabilité des régimes de retraite (Bikker, 2009 ; Clark, 2008a ; Cocco, 2007). Dans ce contexte, de nombreux auteurs, gouvernements et régulateurs mettent en cause l'impact de la gouvernance des caisses de retraite sur leur performance et sur leur choix d'investissement, qui, en fin de compte, viennent influencer les rentes perçues par les bénéficiaires (Clark, 2010 ; Kowalewski, 2012). En effet, les régimes de retraite ayant adopté des pratiques de gouvernance efficaces ont mieux survécu à la crise de 2008 (Clark, 2010). En outre, il semble que la faiblesse et l'inefficience de la gouvernance des régimes de retraite soit un problème à l'échelle mondiale, le tout se manifestant par des performances en deçà des attentes et insuffisantes pour assurer la durabilité (Ambachtsheer, 2007). Ainsi, après la crise, de nombreux pays ont révisé leurs politiques en termes de gestion et de gouvernance des régimes de retraite (Johnson, 2009 ; Tilba, 2013). À cet égard, le Québec avait d'ailleurs pris les devants en adoptant le projet de loi 30 (décembre 2006), lequel apportait des modifications importantes à la *Loi sur les régimes complémentaires de retraite*, notamment en matière de gouvernance. Un aspect important de la loi 30 était de clarifier les obligations fiduciaires des membres des comités de retraite.

1.2 Les conflits d'agence au sein des caisses de retraite

Aperçu

La gestion des régimes de retraite ainsi que des caisses qui sont sous leur responsabilité implique de nombreuses parties prenantes aux intérêts souvent divergents : membres toujours actifs au sein de l'organisation promotrice, membres retraités et par conséquent rentiers, membres du comité de retraite représentant différents groupes, actuaires et consultants en investissement, gestionnaires de portefeuille, directions d'entreprise, etc. Les interactions entre plusieurs de ces intervenants sont autant de points de tension qui peuvent donner lieu à des conflits d'agence, c'est-à-dire des situations où la résolution d'une question ou la prise de décision est guidée par les intérêts des parties impliquées plutôt que par l'intérêt général du régime tel que le veut la législation.

Références principales : (3), (10), (15), (16), (14), (19), (22), (24), (29)

Références secondaires : (2), (23), (27), (28), (30), (35)

Synthèse

Élaborée pour comprendre la prise de décision au sein des entreprises où peuvent se confronter les intérêts des dirigeants et des actionnaires, la théorie de l'agence fournit un cadre conceptuel pour comprendre ces interactions. Reprenant les principes et leçons tirés de la théorie de l'agence, Clark (2008a) juge que les régimes de retraite font face à plus de problèmes d'agence que les sociétés cotées en bourse. En effet, une des difficultés principales rencontrées par les régimes de retraite est d'aligner la mission de ces derniers avec les intérêts des différentes parties prenantes qui y sont impliquées (retraités, membres actifs, actuaires, actionnaires de l'entreprise agissant à titre de promoteur, etc.). Cependant, malgré cette situation, la gouvernance des régimes de retraite n'a pas nécessairement évolué au même rythme que celle des entreprises.

Par exemple, s'appuyant sur des entretiens réalisés à travers le monde, Ambachtsheer (2008) rapporte que le principal défi auquel les fiduciaires de régimes de retraite font face a trait aux conflits d'intérêts ou d'agence (44 % des réponses). Ces conflits d'agence sont de natures différentes selon la structure du régime de retraite (régime à cotisations déterminées ou à prestations déterminées), mais aussi en fonction du type de régime (régime du secteur public ou du secteur privé).

Toutefois, en dépit de la diversité potentielle des conflits d'agence que l'on peut rencontrer, un certain nombre de constats peuvent être avancés. Tout d'abord, dans tous les types de régime de retraite, la gouvernance repose essentiellement sur des fiduciaires nommés ou élus qui forment un comité de retraite (« board of trustees »). Le rôle de ces

comités est d'agir dans le but de maximiser la richesse des bénéficiaires ou des participants du régime et de veiller à ce que leurs intérêts sont mis de l'avant. De leur côté, les bénéficiaires, en fonction de leur aversion au risque, s'attendent à ce que les fiduciaires investissent les actifs du régime de retraite de telle manière à ce qu'ils puissent avoir accès aux revenus qu'ils anticipent une fois qu'ils prendront leur retraite. Dans une perspective d'agence, les bénéficiaires des régimes de retraite jouent alors un rôle de principal mais ils ont peu de possibilités et de moyens pour superviser les administrateurs et les fiduciaires, lesquels agissent alors en quelque sorte à titre d'agents (Clark, 2008a). De ce point de vue, le problème d'agence va donc principalement refléter le désalignement potentiel entre les choix faits par les fiduciaires et les intérêts des bénéficiaires du régime de retraite.

Conflit d'agence dans le cadre des régimes de retraite à cotisations déterminées

La particularité des régimes de retraite à cotisations déterminées est que les revenus futurs des bénéficiaires dépendent de leur cotisation, de la contribution versée par l'employeur, mais aussi de la performance de la caisse de retraite (Kowalewski, 2012). Dans ce sens, les membres du régime sont en général ceux qui assument la plus grande partie du risque lié à la performance des investissements choisis. Ce risque peut parfois être atténué par la réglementation. En effet, certains pays tels que la Suisse obligent l'employeur à assurer un niveau de revenu minimum aux employés, quelle que soit la performance de la caisse de retraite (Les autorités fédérales de la Confédération suisse, 2014). Stewart et Yermo (2009) expliquent qu'en général dans le cadre des régimes de retraite à cotisations déterminées, 1) l'employeur n'intervient pas dans la gestion des régimes, laquelle est laissée à un prestataire externe ; 2) il n'y a pas de représentation des bénéficiaires dans la gouvernance ; et 3) le prestataire (institution gérant la caisse de retraite) assure sa propre gouvernance. Par conséquent, les conflits d'intérêts et les problèmes de gouvernance peuvent être exacerbés car les bénéficiaires ne participent pas aux décisions liées à l'utilisation de leurs actifs. Clark (2010) explique que, dans la gouvernance de ces régimes, les priorités commerciales des prestataires de la caisse de retraite sont potentiellement en conflit avec celles des bénéficiaires, donnant lieu à des préférences d'investissement qui ne sont pas nécessairement optimales à long terme pour les bénéficiaires. Ainsi, le prestataire adoptera une vision à court terme en matière d'investissement, avec un niveau de risque élevé, alors que les bénéficiaires seraient probablement mieux servis par une approche à long terme et un niveau de risque moins élevé.

Ainsi, dans le contexte australien, Coleman, Escho et Wong (2006) rapportent que ces caisses de retraite tendent à avoir des performances ajustées pour le risque inférieures à celles affichées par les autres types de régime. Ils distinguent les caisses de retraite gérées de manière commerciale (essentiellement des régimes à cotisations déterminées dont les

actifs sont investis dans des produits d'épargne offerts par des institutions financières) des caisses de retraite sans but commercial (reposant en général sur des régimes à prestations déterminées). Ils concluent que le type de caisse est un facteur déterminant des frais encourus, des rendements obtenus et de la performance ajustée pour le risque. Ces résultats les amènent à conclure que la performance supérieure des régimes de retraite gérés dans une perspective fiduciaire (orientation non commerciale) peut s'expliquer par la présence de conflits d'agence moins importants que dans les régimes de retraite à but commercial. En d'autres mots, la gouvernance de plusieurs régimes à cotisations déterminées met en sourdine les intérêts à long terme des cotisants alors que les intérêts des autres parties prenantes telles les gestionnaires ne sont pas contrôlés. Le niveau des frais affiché par les régimes ayant une orientation commerciale est également beaucoup plus élevé que pour les autres régimes.

Kowalewski (2012) avance que des mécanismes de gouvernance internes et externes efficaces peuvent motiver les fiduciaires à aligner leurs intérêts à ceux des bénéficiaires. Clark (2010) ajoute que la qualité des services donnés par des intervenants externes dans le cas de régimes à cotisations déterminées dépend de l'intégrité et de l'indépendance des membres des comités chapeautant la gouvernance (Clark, 2010). Cependant, l'article de Sy (2009), qui se base sur les résultats d'un questionnaire sur la gouvernance des régimes de retraite en Australie distribué par l'Autorité de régulation prudentielle australienne (APRA), explique que ces régimes ont souvent des problèmes liés à la non-indépendance des gestionnaires et des fiduciaires. En effet, Sy (2009) rapporte que la gouvernance des caisses de retraite ayant une orientation commerciale (« retail ») (en majorité des régimes à cotisations déterminées) génère une multitude de conflits d'intérêts, découlant notamment des incitatifs attribués aux intervenants tels que les fiduciaires et les gestionnaires. En effet, les fiduciaires de ces régimes doivent faire un choix entre la poursuite des intérêts des membres du régime ou des actionnaires de l'entreprise où travaille le fiduciaire. Or, le prestataire de service (gestion de la caisse) et le fiduciaire sont souvent liés (le prestataire est souvent la société-mère du fiduciaire ou ils font partie du même groupe). Cette caractéristique se retrouve dans 39 % des caisses dites d'orientation commerciale et dans 10 % des caisses d'entreprises.

Conflit d'agence dans le cadre de régimes de retraite à prestations déterminées

Dans le cadre de régimes de retraite à prestations déterminées, les rentes de retraite des bénéficiaires sont en principe garanties par l'employeur (« sponsor »). Par conséquent, les bénéficiaires du régime assument une part relativement faible du risque. Cela étant dit, il n'en reste pas moins que les fiduciaires, dans cette situation, sont aussi tenus d'agir dans l'intérêt des bénéficiaires et non dans l'intérêt de l'employeur. Quant à lui, l'employeur contribue à la caisse de retraite et est responsable de la stabilité de cette dernière (Monk, 2009). Les cotisations de l'employeur à la caisse varient en fonction des caractéristiques

de ses employés mais aussi en fonction de la performance de la caisse et des décisions des fiduciaires. En effet, plus la performance de la caisse est élevée, moins la cotisation de l'employeur est importante et vice-versa. Cela étant dit, la cotisation de l'employeur à la caisse peut aussi être influencée par la réglementation ou même par les décisions des fiduciaires (autres que les choix d'investissement). Cependant, alors que cette structure semble présenter un niveau de risque presque nul pour les bénéficiaires, la crise de 2008 a démontré que cela n'était pas le cas. En effet, les revenus de certains bénéficiaires de régimes de retraite à prestations déterminées ont été réduits en raison de leur insolvabilité ou de celle de leur employeur ou des deux (Yermo et Severinson, 2010). Dans ces conditions, le conflit d'agence est attribuable au fait que les fiduciaires, souvent non indépendants car nommés par l'organisation promotrice, font des choix d'investissement en fonction des intérêts des promoteurs dans le but de réduire leurs cotisations ou même de redistribuer les surplus en situation de performance élevée.

Ainsi, et comme décrit dans le cas des régimes de retraite à cotisations déterminées, les fiduciaires peuvent avoir tendance à adopter des stratégies d'investissement non alignées avec les intérêts des participants, lesquels seraient favorisés par une stratégie comportant un niveau de risque moins élevé et un horizon d'investissement à plus long terme. L'étude de Cocco (2007) montre d'ailleurs que, dans plusieurs cas, il y a un transfert de risque de l'entreprise promotrice vers la caisse de retraite. L'auteur examine l'impact de la présence de fiduciaires initiés, c'est-à-dire occupant des positions importantes au sein de l'entreprise promotrice, sur les décisions d'investissement des régimes de retraite à prestations déterminées en Grande-Bretagne. La présence d'initiés au sein du comité de retraite est une source de conflit d'agence lorsque ces derniers agissent dans l'intérêt de l'organisation promotrice. En effet, les régimes rattachés à des entreprises endettées et ayant une proportion importante d'initiés au comité de retraite ont tendance à investir dans des actifs risqués. Il semble donc que les fiduciaires tentent d'améliorer la performance à court terme de la caisse dans le but de réduire les contributions versées par l'entreprise ou de pallier les difficultés financières de celle-ci.

À l'inverse de Cocco (2007), et s'intéressant aux entreprises américaines, Rauh (2009) trouve qu'il n'y a pas de transfert de risque de l'organisation promotrice vers les régimes de retraite. En effet, l'auteur analyse les stratégies d'investissement de gestionnaires face à des niveaux de difficulté financière différents. Ses résultats montrent que les entreprises en situation financière difficile n'ont pas tendance à transférer une partie de leur risque vers leur régime de retraite et ont plutôt tendance à adopter une gestion du risque plus proactive.

Autres sources de conflit

Jusqu'à présent, la plupart des travaux sur les conflits d'agence au sein des régimes de

retraite ont focalisé sur les entreprises promotrices, les fiduciaires et les bénéficiaires définis de manière large. Toutefois, dans les faits, le potentiel de conflits d'agence est beaucoup plus grand lorsque l'on considère les autres acteurs impliqués dans la gouvernance ou la gestion des régimes de retraite tels les entreprises dans lesquelles le régime investit, les gestionnaires de portefeuille, les consultants (en actuariat ou en investissement) ou les différents types de bénéficiaires (Clark, 2008a ; Hollanders, 2010 ; Tilba, 2013).

Lorsqu'une caisse de retraite détient une participation importante dans une société cotée en bourse, on peut s'attendre à ce qu'elle exerce son rôle d'actionnaire en essayant d'aligner les intérêts de ses bénéficiaires et ceux des autres actionnaires de l'entreprise. Ainsi, l'efficacité de la gouvernance d'une caisse de retraite peut se répercuter sur les entreprises dans lesquelles elle investit, à la condition toutefois qu'elle exerce son rôle d'actionnaire (Stewart et Yermo, 2009). Cependant, à partir d'entretiens semi-structurés avec différents intervenants auprès de 35 caisses de retraite, Tilba (2013) rapporte que seulement deux caisses de retraite avaient adopté une approche de « propriétaire » (participante à la gestion) envers les entreprises dans leur portefeuille. Tilba (2013) observe que les caisses de retraite attachent davantage d'importance à la performance des placements qu'à la gestion et à la gouvernance des entreprises dans lesquelles elles investissent. En d'autres termes, les intermédiaires sollicités pour la gestion des régimes (gestionnaires de portefeuille) n'ont souvent pas d'instructions spécifiques sur le comportement à adopter à l'égard des assemblées d'actionnaires des entreprises et ne sont tenus qu'à des objectifs liés à la performance de leurs choix d'investissement.

Un autre enjeu d'agence survient lorsque les fiduciaires de régimes de retraite font appel à des experts externes pour la gestion de l'actif. Dans une analyse portant sur le *Clapman Committee Report*, Ambachtsheer (2007) explique que ces experts externes ne comprennent pas nécessairement les enjeux liés aux intérêts des bénéficiaires. Ce processus est en conséquence non réceptif aux changements des besoins et des circonstances des participants au régime de retraite et ne permet pas nécessairement de définir des stratégies alignées aux besoins des bénéficiaires.

Finalement, Hollanders (2010) expose les divergences d'intérêts pouvant exister entre les membres du régime relativement jeunes (actifs) et les retraités. Dans ce cas, une divergence d'intérêts pouvant mener à un conflit existe entre les travailleurs (cotisants actuels) qui ont moins d'aversion au risque et veulent réduire leur cotisation au régime grâce à de meilleurs rendements, et les retraités qui de leur côté préfèrent que la caisse investisse dans des placements non risqués à rendements définis (p. ex., obligations à long terme). Lorsque les deux parties assument le risque lié à la gestion de la caisse, l'une peut être pénalisée par des cotisations plus importantes et l'autre par des rentes de retraite

plus faibles. Lorsque le régime est en déficit, on s'attend alors à ce que les travailleurs contribuent plus afin de combler le déficit créé par leur prise de risque, ces contributions servant à court terme à payer les prestations des membres retraités. Les retraités, de leur côté, peuvent voir leurs prestations réduites si les travailleurs ne prennent pas en charge la totalité des pertes liées aux choix d'investissement.

1.3 Efficacité des mécanismes de gouvernance

Aperçu

- *Association démontrée entre performance et gouvernance*

Les études portant sur les régimes de retraite montrent que les mécanismes de gouvernance influencent la performance de leur portefeuille et que des mécanismes de gouvernance dits efficace sont positivement associés à la performance. Toutes choses étant égales par ailleurs, des mécanismes de gouvernance efficaces permettent aussi aux régimes de retraite de mieux réagir par rapport à l'environnement socio-économique actuel.

Références principales: (1), (4), (13), (18), (20), (22)

Références secondaires : (3), (28)

- *Facteurs influant les stratégies d'investissement du régime*

Les choix d'investissements des caisses de retraite semblent être influencés par les caractéristiques de leur gouvernance, mais aussi par l'environnement économique et par leur situation financière et leur taille. En outre, il est montré que les mécanismes de gouvernance des caisses de retraite impactent la qualité des processus de définition des politiques de placement. Finalement, des stratégies bien définies permettent aux caisses de retraites de réagir de manière plus agile face aux enjeux socio-économiques actuels.

Références principales : (6), (4), (13), (18), (27)

Synthèse

À quelques exceptions près, les études portant sur les régimes de retraite montrent que les mécanismes de gouvernance dits « internes » influent sur la performance de leur portefeuille. À l'inverse, il semble que les mécanismes de gouvernance dits « externes » n'ont pas d'impact significatif sur la performance des régimes sous gestion ni sur le comportement des fiduciaires et des gestionnaires (Kowalewski, 2012 : étude réalisée dans le contexte polonais).

Certains auteurs se sont également intéressés à la qualité globale de la gouvernance interne des régimes de retraite et à son impact sur leur performance financière. Ainsi,

s'appuyant sur des données communiquées par les gestionnaires de caisses de retraite de différents pays dont le Canada, Ambachtheer (2007) conclut que la qualité de la gouvernance d'un régime est en général associée à sa performance financière. Stewart et Yermo (2009) tiennent des propos similaires à la suite d'une analyse réalisée pour le compte de l'OCDE et portant sur les défis majeurs liés aux caisses de retraite, tels que perçus par les régulateurs de différents pays. En effet, ils soulignent que les régimes ayant une gouvernance efficace affichent en général une meilleure performance.

À partir d'une analyse empirique réalisée dans le contexte suisse, Ammann (2010) tire des conclusions similaires, à savoir qu'il existe une relation positive entre la qualité de la gouvernance d'un régime de retraite et sa performance. L'étude d'Ammann (2010) a la particularité de mesurer la gouvernance à partir d'un indice de qualité reflétant un certain nombre d'indicateurs tels que la qualité du design organisationnel, la mise en place d'objectifs de gestion et de cibles, l'évaluation des stratégies d'investissement, la régulation (politique) et l'organisation des décisions d'investissement, le contrôle et le pilotage des gestionnaires, ainsi que la qualité de la communication à l'intérieur du régime pour mesurer l'efficacité des systèmes de gouvernance.

Finalement, s'intéressant aux régimes de retraite à prestations déterminées du secteur public américain, Albrecht (2007) constate également l'effet positif des pratiques de gouvernance et des stratégies d'investissement sur la performance financière des caisses de retraite.

Il semble donc que les régimes de retraite ayant adopté des pratiques de gouvernance jugées de meilleure qualité performant mieux car, entre autres, cela leur permet de mieux réagir à des événements ou à des chocs émanant de l'environnement externe. À cet égard, Clark (2010) conclut que les régimes de retraite britanniques ayant adopté de meilleures pratiques de gouvernance ont mieux performé durant la crise financière de 2007-2009, notamment en raison de l'intensification de leurs efforts pour répondre à l'incertitude du marché. Le modèle de gouvernance qui émerge des entretiens réalisés par Clark (2010) met l'accent sur l'engagement collectif des responsables du régime, un atout en climat de crise car il améliore la capacité de mobiliser les ressources et les membres du comité d'administration pour faire face à la crise. En outre, une gouvernance de qualité, ou efficace, influence directement la performance des caisses de retraite car elle permet, entre autres, de réduire les coûts d'agence dont sont grevées ces structures et de mieux aligner les intérêts des fiduciaires et des gestionnaires à ceux des bénéficiaires.

Un autre aspect de la gouvernance a fait l'objet de recherches, soit la composition des comités de retraite ou encore l'expertise des membres du comité. Ainsi, Jackowicz et Kowalewski (2012) analysent la relation entre la composition du comité de retraite et la

performance des caisses de retraite à cotisations déterminées du secteur privé polonais par suite de l'introduction d'une réglementation sur la gestion des régimes de retraite. S'appuyant sur des analyses quantitatives, ils montrent que la présence de membres indépendants ou externes au sein du comité est positivement associée à la performance de la caisse de retraite. Cependant, en période de crise, la présence de membres indépendants a un impact négatif sur la performance (et inversement pour la présence d'initiés, qui est associée à un impact positif sur la performance). Ce résultat s'explique potentiellement par le manque de connaissances du marché des membres indépendants, surtout en période de forte volatilité. Aussi, il semble que la présence d'un initié au poste de président du comité de retraite ait amélioré la performance de la caisse de retraite durant la période précédant la crise financière de 2008.

Kowalewski (2012) montre des relations importantes entre la performance des caisses de retraite et plusieurs mécanismes internes de gouvernance. D'après ces résultats, la performance des régimes de retraite à cotisations déterminées est positivement associée au nombre de fiduciaires externes et à la présence de fiduciaires anciennement gestionnaires de la caisse de retraite. À l'inverse, la taille du comité, le nombre de membres externes siégeant au comité, l'âge des membres du comité, la durée des mandats des membres externes et l'affiliation des membres externes à des intérêts politiques sont négativement associés à la performance des caisses de retraite.

Albrecht (2007) rapporte que les caisses de retraite non sujettes à des contraintes d'investissement ont des rendements anormaux plus élevés. Il souligne que l'implication des fiduciaires dans les décisions liées à l'allocation des actifs est négativement liée à la performance d'une caisse de retraite. Ce résultat peut potentiellement s'expliquer par le fait que ces derniers n'ont pas l'expertise nécessaire à ce type de décision. Il conclut que les régulateurs devraient réévaluer l'autorité donnée aux fiduciaires sur les décisions d'investissement et considérer l'appel à des gestionnaires externes ayant l'expertise requise.

Il semble donc que la gouvernance des régimes de retraite influence la performance de ces derniers. Toutefois, ce constat n'est pas systématique dans toutes les études. Ainsi, Harper (2008) ne trouve pas d'association entre la composition du comité de retraite et la performance des caisses de retraite du secteur public américain. Les catégories de fiduciaires considérées étaient des représentants de l'administration, ceux représentant les bénéficiaires du régime, et les membres indépendants. Ensuite, alors qu'Albrecht (2007) affirme que la composition du comité de retraite d'un régime est associée à la performance de ce dernier, Harper constate que ni la taille du comité de retraite ni la présence de fiduciaires nommés (pouvant créer des conflits d'agence) n'affectent la performance de la caisse de retraite. Finalement, Kowalewski (2012) conclut qu'en

général, la qualité des mécanismes de gouvernance reste faible car la rotation des membres du comité de retraite et des gestionnaires n'est pas liée à la performance de la caisse de retraite. De fait, il semble que le taux de rotation des fiduciaires indépendants soit plus élevé que celui des membres provenant du personnel.

Stratégies d'investissement du régime

Les choix d'investissement des caisses de retraite semblent être influencés par les caractéristiques de leur gouvernance, mais aussi par le contexte économique et par la situation financière et la taille de ces derniers. Focalisant sur la crise financière de 2000-2002, Harper (2008) rapporte que la composition du comité de gouvernance est associée aux choix d'investissement et au niveau de financement des régimes de retraite. Ainsi, il montre que le pourcentage de fiduciaires externes et nommés en tant que représentants d'employés est négativement associé à la proportion de régime investie en actions. Harper (2008) considère que ces fiduciaires ont une approche plus conservatrice en matière de choix d'investissement. En revanche, la proportion de fiduciaires représentant les pouvoirs publics n'est pas associée à l'allocation des actifs d'une caisse de retraite. Cela dit, Harper (2008) rapporte que le niveau de financement d'un régime de retraite n'a pas d'impact sur les choix d'investissement faits par les fiduciaires.

Dans le même ordre d'idées, Clark (2010) souligne que les régimes ayant une gouvernance de qualité et ayant implanté une gestion des risques indépendante avec un rôle et une mission clairs ont mieux affronté la crise. Dans ces situations, les stratégies de survie des caisses ont été simplifiées lorsque ces dernières ont segmenté et parcellisé leurs risques de placement avec différents acteurs des marchés financiers. Pour ces caisses, la formation de plateformes d'experts en investissement a permis une meilleure intensification des efforts afin de faire face à la crise. Finalement, l'utilisation de tableaux de bord (« dashboards ») pour améliorer l'assignation des responsabilités et le choix des priorités a permis à ces caisses de mieux appréhender la volatilité des marchés. Ammann (2010) rejoint les assertions de Clark (2010) en affirmant que la détermination de cibles claires ainsi que la qualité des stratégies d'investissement ont un impact positif sur la performance.

Bikker (2010) examine l'impact de la performance des marchés boursiers sur la politique d'investissement des régimes de retraite à prestations déterminées en Allemagne. L'auteur rapporte que la performance du marché affecte l'allocation des actifs des caisses de retraite de deux façons différentes. À court terme, une performance des actions supérieure à celle des obligations donne lieu à plus d'investissements en actions (et vice-versa). À moyen terme, la performance supérieure des actions pousse les caisses de retraite à augmenter la pondération des placements en actions dans leur stratégie de placement (et vice-versa si la performance est inférieure). Ces résultats suggèrent que les

politiques d'investissement des caisses de retraite sont partiellement influencées par la performance cyclique des marchés financiers.

S'appuyant sur un questionnaire rempli par des entreprises américaines, Rauh (2009) examine si la situation financière d'un régime de retraite à prestations déterminées influence sa stratégie d'investissement. Essentiellement, ses résultats montrent que les caisses des régimes de retraite les mieux financés investissent dans des actifs plus risqués que les caisses de régimes moins bien financés. En outre, une amélioration de la situation financière d'un régime se traduit généralement par un accroissement du niveau de risque de l'actif. À l'inverse, lorsque la situation du régime se détériore, ce dernier investit de plus en plus dans des actifs moins risqués tels des titres gouvernementaux. Rauh (2009) montre également que les régimes d'entreprises ayant une meilleure note de crédit, et par conséquent des coûts associés à des difficultés financières moins importantes, investissent davantage dans des actifs risqués. Par contre, la proportion d'investissements dans des actifs risqués diminue avec l'augmentation du risque de faillite.

Section 2 Spécificités des enjeux de gouvernance et de gestion des caisses de retraite

De manière générale, les régimes de retraite font face à plusieurs enjeux de gouvernance, notamment en ce qui a trait à l'horizon temporel de la stratégie d'investissement, au rôle et aux responsabilités du comité de retraite, aux compétences des membres des comités de retraite, au processus de sélection des fiduciaires, au processus de prise de décision, au leadership des comités de retraite, au système d'évaluation et de rémunération des caisses de retraite et finalement à la taille des caisses de retraite. Le succès d'un régime à bien gérer ces enjeux donne le ton dans son processus de prise de décision subséquent relativement à la gestion de portefeuille.

2.1 Horizon d'investissement : court terme ou long terme

Aperçu

Il semble que les caisses de retraite s'intéressent d'avantage à l'atteinte d'objectifs de performance à court terme, poussant ainsi les gestionnaires à la réalisation de rendements agressifs sur de courtes périodes. Cette stratégie va à l'encontre du principe de prudence, lequel devrait guider les fiduciaires du régime.

Références principales : (17), (21)

Références secondaires : (10), (30)

Synthèse

La sélection d'un horizon temporel d'investissement par les fiduciaires représente un défi majeur. D'une part, en raison des préférences des bénéficiaires dont les rentes ne seront perçues que dans des délais plus ou moins longs, les fiduciaires et les gestionnaires des caisses de retraite doivent adopter une vision à long terme en matière d'investissement. D'autre part, Clark (2008a) souligne que fiduciaires et gestionnaires doivent agir à court terme afin de tirer parti d'opportunités qui se présentent à eux tout en s'alignant sur les objectifs à long terme de la caisse de retraite.

Cependant, en pratique, il appert que les régimes de retraite ont souvent tendance à adopter une vision à court terme à l'égard de leurs stratégies d'investissement. Cette tendance est illustrée par le tournoi entre gestionnaires de portefeuille, c'est-à-dire la mise sur pied et l'application d'un système d'évaluation de la performance des gestionnaires en fonction de la performance de leurs pairs. Cox (2007) examine comment ces tournois influencent les décisions d'investissement des gestionnaires de portefeuille de caisses de retraite britanniques. L'étude, conduite pendant une période de forte

volatilité et de baisse des marchés, montre que l'intensité de la compétition entre gestionnaires influe de manière significative sur les préférences de ces derniers en termes d'investissement. Les gestionnaires de portefeuille faisant face à plus de compétition délaissent les investissements à long terme tels que ceux liés à des entreprises aux potentiels de croissance importants ou caractérisées par des stratégies sociales. Ces gestionnaires sont plus enclins à préférer des investissements à court terme, par exemple dans des entreprises mettant de l'avant le rendement opérationnel. Tilba (2013) rejoint cette affirmation et soutient que l'approche adoptée par les régimes de retraite pousse les gestionnaires de portefeuille à adopter une approche à court terme à l'égard de leur stratégie d'investissement. Finalement, effectuant une synthèse de la littérature sur les régimes de retraite dans le monde, Johnson (2009) affirme qu'ils sont réticents à adopter des stratégies d'investissement prudentes et ont plutôt tendance à mettre l'accent sur la performance à court terme. De fait, Johnson affirme que les régimes de retraite ont tendance à adopter un comportement grégaire (« herding behaviour ») dans leurs stratégies d'investissement mettant l'accent sur la performance à court terme tout comme d'autres caisses auxquelles ils se comparent.

2.2 Rôle et délégation des membres du comité de retraite

Aperçu

Plusieurs observateurs avancent que l'absence de définition claire du rôle et des responsabilités du fiduciaire ainsi que la délégation des fonctions d'investissement aux intermédiaires externes (consultants ou gestionnaires de portefeuille) font partie des principales faiblesses de la gouvernance des régimes de retraite. Ces faiblesses découlent de difficultés pour les fiduciaires à comprendre leur rôle, missions et les enjeux qui y sont associés.

Références principales : (1), (3), (10), (28), (33)

Références secondaires : (21), (30)

Synthèse

Le rôle du fiduciaire est de définir la mission du régime, ses stratégies de placement ainsi que de superviser les choix et les performances réalisées par les gestionnaires d'actif. Cependant, les fiduciaires ont tendance à ne pas déléguer de manière efficace les responsabilités liées aux décisions d'investissement aux gestionnaires d'actifs alors que ces derniers ont la compétence et la responsabilité d'exécuter les stratégies. À cet égard, Clark (2008a) observe qu'une structure adaptée à une gouvernance efficace utilise des systèmes de prise de décision en temps réel. Cette pratique suggère un plus grand niveau de délégation des décisions aux sous-comités d'experts. Il explique que le manque de

délégation dans certaines caisses de retraite donne lieu à une prise de décision décalée restreinte aux réunions du comité de retraite, ce qui ne permet pas à la caisse de réagir de manière continue aux changements et aux opportunités du marché. Stewart et Yermo (2009) soulignent que les responsabilités des membres des comités de retraite ne sont souvent pas clairement déterminées. Entre autres, ils rapportent que les fiduciaires ont tendance à intervenir dans les opérations de la caisse de retraite, ce qui devrait être de la responsabilité des gestionnaires ou des experts externes ou des deux. Finalement, Albrecht (2007) rapporte que les régimes de retraite à prestations déterminées du secteur public américain non sujets à des contraintes d'investissement constitutionnelles ont des rendements anormaux plus élevés. En effet, l'auteur souligne que l'implication des fiduciaires dans les décisions liées à l'allocation des actifs est négativement liée à la performance de la caisse de retraite, une explication potentielle étant leur manque d'expertise pour ce type de décisions. Il conclut que les régulateurs devraient réévaluer l'autorité donnée aux fiduciaires sur les décisions d'investissement : à leurs yeux, ces décisions devraient être laissées à des gestionnaires externes ayant l'expertise nécessaire.

Les fiduciaires, et non les intermédiaires impliqués, sont ultimement responsables de la performance d'une caisse de retraite, de la détermination du niveau de risque, des stratégies et politiques d'investissement, et de la gouvernance du régime en général (Tilba, 2013). Par exemple, Johnson (2009) explique que la détermination d'un niveau de risque approprié est de la responsabilité des fiduciaires du régime. Leurs décisions à cet égard déterminent la richesse future des participants du régime et l'allocation des ressources à travers les entreprises de l'économie.

Cependant, une question fondamentale concerne la capacité des fiduciaires à comprendre et à remplir leur rôle de manière efficace. En effet, Stewart et Yermo (2009) soulignent que les responsabilités des membres des comités de retraite ainsi que la mission du régime ne sont pas souvent clairement déterminées. À l'inverse, les régimes de retraite les plus performants à travers le monde ont en général une vision, une mission, une stratégie et une délégation claires des rôles et responsabilités des fiduciaires et des gestionnaires (Johnson, 2009). Grâce à un questionnaire distribué à 88 dirigeants de régime de retraite de différents pays, dont le Canada, Ambachtsheer (2008) dresse un portrait de la qualité de la gouvernance des régimes de retraite et de son impact sur la performance en 2005. L'auteur compare ensuite ses résultats à ceux émanant d'un questionnaire identique conduit en 1997. En général, les résultats suggèrent qu'alors que les modes de gestion des régimes de retraite semblent s'être améliorés entre 1997 et 2005, certains régimes rencontrent des problèmes liés au manque de clarté et à l'absence de distinction entre les fonctions de gestion et de gouvernance (manque de délégation venant du comité de retraite), à une micro-gestion de la part du comité de retraite et à des systèmes de rémunération non compétitifs. En termes d'efficacité de la supervision des

fiduciaires, les gestionnaires interrogés mettent l'accent sur l'inefficience du processus de sélection des fiduciaires du régime qui compromet la capacité du comité à comprendre (et donc à appliquer) la différence entre gouvernance et gestion du régime (Ambachtsheer, 2008).

Weststar (2007) suggère que l'incapacité des fiduciaires à remplir leur rôle est liée à l'inefficacité des processus de sélection, de formation et d'intégration des fiduciaires. L'auteur tente d'établir les facteurs qui permettent aux fiduciaires issus de syndicats d'être efficaces dans la poursuite de leurs responsabilités au Canada. Il base son étude sur des entrevues semi-structurées conduites auprès de 19 fiduciaires représentants d'employés et un représentant de syndicat siégeant à un comité consultatif de régime de retraite. Il rapporte que les fiduciaires affirment que le processus suivi pour la préparation et le déroulement des réunions du comité de retraite, que le processus lié à leur sélection et à leur formation, ainsi que le manque d'implication de leur syndicat limitent leur capacité à remplir leur rôle de manière efficace. Par exemple, les délais courts de préparation en vue des réunions du comité limitent leur capacité à comprendre les problématiques principales ou à faire appel à de l'aide externe dans ce sens. De plus, les fiduciaires rapportent que lorsqu'ils sont appelés à voter sur des décisions concernant parfois des sommes importantes, ils se sentent souvent mal perçus s'ils posent des questions.

2.3 Composition du comité de retraite : indépendance des fiduciaires

Aperçu

Le processus de sélection des fiduciaires comporte plusieurs lacunes car ces derniers ne sont souvent pas choisis pour leur compétence à remplir leur rôle mais pour leur affiliation aux parties prenantes. Cette faiblesse dans le processus peut entraîner l'émergence de conflits d'intérêts.

Références principales : (24), (25), (28)

Références secondaires : (2), (29)

Synthèse

Les fiduciaires ne sont souvent pas sélectionnés pour leur expertise ou leur compétence à remplir leur rôle mais pour leur affiliation aux parties prenantes. Alors que ce système de sélection peut dans certains cas aider à aligner les intérêts des parties prenantes et ceux du régime, il peut aussi donner souvent lieu à des conflits d'intérêts qui nuisent à la gestion efficiente des actifs. En effet, la revue de littérature d'Ambachtsheer (2007) montre qu'il est essentiel que les membres du conseil soient motivés par l'accomplissement du bien public et non par d'autres intérêts personnels.

La nature des conflits d'intérêts est différente en fonction de la structure du régime. En effet, dans le cadre de régimes de retraite à prestations déterminées, les conflits d'intérêts surgissent entre les fiduciaires affiliés aux promoteurs et les bénéficiaires. Dans l'étude de Monk (2009), 34 % des experts pensent que la détermination des objectifs du régime est difficile en raison notamment des divergences entre les intérêts des fiduciaires, qui ont pour rôle de sécuriser les prestations des bénéficiaires, et ceux des promoteurs dont les incitatifs sont liés à la réduction de leurs cotisations au régime. L'auteur souligne que l'influence de facteurs externes (promoteurs, politiques) peut corrompre le processus décisionnel lié à l'allocation des actifs du régime. Ensuite, par l'intermédiaire d'un rapport publié par l'OCDE, Stewart et Yermo (2009) font ressortir un problème de conflit d'intérêts entre les fiduciaires, les promoteurs et les bénéficiaires. Les auteurs donnent l'exemple de la présence dans le comité de retraite d'un fiduciaire initié occupant le poste de directeur financier du promoteur. Ils contrastent cet exemple avec celui de la présence d'un fiduciaire représentant d'employés qui, en général, cherchera à mieux aligner les objectifs du conseil et ceux des bénéficiaires, facilitera la transmission d'informations aux membres et poussera les membres du comité à prendre plus de responsabilités à l'égard de leurs décisions. Cependant, la présence de fiduciaires représentants d'employés peut aussi avoir des effets négatifs. En effet, ces derniers peuvent manquer d'expertise rendant leur rôle difficile, ou peuvent avoir tendance à promouvoir les intérêts des bénéficiaires au point où cela devient inefficace (ex. : approche de placement trop conservatrice, augmentation des cotisations). Nguyen, Tan et Cam (2012) soulignent que la gouvernance des régimes de retraite est souvent inadéquate en raison de la présence de conflits d'agence importants. En effet, les auteurs examinent la relation entre la gouvernance, les frais de gestion et la performance des régimes de retraite du secteur privé australien et expliquent que les conflits d'agence présents dans le cas des comités de retraite sont la conséquence de la faible indépendance des membres qui les constituent. Les auteurs notent également le manque de transparence et de divulgation de l'information pour les régimes de retraite recensés dans leur étude.

Au sein des régimes de retraite à cotisations déterminées, des conflits d'intérêts peuvent exister lorsque le comité de retraite est composé de membres associés au promoteur du régime. Dans ce cas, le comité de retraite tend à être motivé par des objectifs commerciaux et des performances à court terme, à l'encontre des préférences des bénéficiaires (Sy, 2009).

2.4 Compétences des fiduciaires

Aperçu

Tout comme en gouvernance d'entreprise, les compétences et l'expertise des fiduciaires constituent des enjeux importants de la gouvernance des régimes de retraite. En effet, il ressort de plusieurs travaux que le manque d'expertise des fiduciaires influence, dans un premier temps, la définition des stratégies d'investissement et, dans un second temps, la performance même des régimes.

Références principales : (10), (21), (24), (28), (33)

Références secondaires : (3), (8), (9), (18), (29)

Synthèse

Les attributs des fiduciaires ont également leur importance en matière de gouvernance. Par exemple, certains pays imposent ou suggèrent l'exclusion d'individus des comités de retraite pour des raisons de passif légal, pénal ou même commercial (entreprise ayant déclaré faillite alors que la personne y occupait un poste important) ainsi que pour des raisons liées à l'expertise, aux compétences et au niveau de formation des fiduciaires (Stewart et Yermo, 2009). En effet, Ambachtsheer (2007) suggère qu'il est essentiel que les fiduciaires soient dotés des compétences nécessaires pour bien assumer leur rôle, ce qui comprend, entre autres, la capacité à penser de manière stratégique et à apporter des expertises pertinentes. Johnson (2009) affirme que les régimes les plus performants ont des comités de retraite possédant des compétences et des connaissances pertinentes, une culture d'auto-amélioration et une compréhension claire de la mission. Monk (2009) considère également que la connaissance du milieu des affaires par les fiduciaires peut permettre l'allocation des actifs du régime dans des investissements aux rendements efficients.

Dans le cadre d'une expérimentation, Clark (2007) compare des fiduciaires de régime de retraite à prestations déterminées britanniques et des étudiants universitaires. Le but qu'il vise est de comprendre si les fiduciaires font preuve de cohérence dans l'exercice de leur jugement relativement aux décisions prises dans le cas de problèmes liés à leurs rôles et responsabilités. Il rapporte que le niveau d'éducation et les qualifications professionnelles des fiduciaires influencent la cohérence de ces derniers dans leur prise de décision. En outre, comparativement aux étudiants, ces fiduciaires sont plus à même de résoudre un problème demandant des connaissances spécifiques liées à leurs rôles et responsabilités.

Cependant, il semble que le manque de compétences et d'expertise des fiduciaires attribuable à un système de sélection inefficace soit un enjeu important de la gouvernance des régimes de retraite. En effet, dans son analyse portant sur l'évolution de la

gouvernance des régimes de retraite entre 1997 et 2005, Ambachtsheer (2008) affirme que la compétence des membres des comités de retraite semble toujours poser problème, ce qui donne lieu à de nombreuses inefficiences au sein des régimes. Dans le but d'évaluer l'impact du manque de compétences des fiduciaires, Clark (2006) analyse la relation entre les caractéristiques des fiduciaires et leurs décisions concernant des stratégies d'investissement adoptées pour des régimes de retraite britanniques à prestations déterminées. Il compare 40 fiduciaires à des étudiants en gestion à Oxford quant à leur capacité à actualiser le futur, leur aversion au risque, leur raisonnement par probabilité et leur utilisation efficiente de l'information. Il constate que les fiduciaires n'ont pas de compétences supérieures aux étudiants d'Oxford qui leur permettraient de résoudre les problèmes de manière plus efficace. En effet, il trouve que les fiduciaires ne sont pas capables d'actualiser un investissement de manière correcte, n'ont pas la capacité de raisonner en utilisant des probabilités et ne font pas preuve d'une utilisation efficiente de l'information présente afin de prendre des décisions. Il conclut qu'il semble que les fiduciaires ne soient pas nommés pour leurs compétences en termes d'investissement. Weststar (2007), quant à lui, conduit des entrevues avec des fiduciaires représentants d'employés au Canada. Il souligne que les fiduciaires syndiqués font davantage appel à leurs compétences personnelles (« soft skills ») qu'à leur expertise qui est souvent limitée lors des prises de décisions.

Ces résultats, et l'inefficacité de la gouvernance qui en résulte, sont cohérents avec le fait que les fiduciaires sont souvent sélectionnés pour leur affiliation à des parties prenantes plutôt que pour leur capacité à remplir leur rôle (Yermo et Stewart, 2009). Par exemple, Harper (2008) expose que les fiduciaires de régimes du secteur public américain sont en général élus par les bénéficiaires ou nommés par le promoteur ou encore choisis pour la position qu'ils occupent au sein des pouvoirs publics (ex : maire, directeur financier de la Ville). En Australie, Sy (2009) rapporte que les fiduciaires de régimes sont en majorité (de 59 % à 75 %) issus de parties prenantes (promoteurs, membres, bénéficiaires) et en minorité issus du gouvernement ou de syndicats. L'article de Clark (2009) rejoint ce point. En effet, des entretiens avec des acteurs dans le milieu lui confirment que, dans plusieurs régimes (la majorité), la plupart des comités et des fiduciaires sont choisis pour des raisons liées à la représentation des parties prenantes au sein du comité de retraite, sans égard à l'expertise requise pour satisfaire aux besoins du régime. Dans le cadre de l'étude de Weststar (2007), qui s'intéresse aux fiduciaires représentants des syndicats, la majorité des fiduciaires sont nommés par les leaders des syndicats. Ces derniers rapportent que peu de leurs représentants comme fiduciaires ont au départ les qualités requises pour remplir leur rôle.

Monk (2009) évalue l'efficacité du système de gouvernance des régimes de retraite aux États-Unis au moyen d'un questionnaire distribué à 1 266 experts. Parmi les experts

sondés, 43 % rapportent que la gouvernance des régimes n'est pas adaptée car les fiduciaires ne sont pas sélectionnés pour leurs compétences en gestion de placements, ce qui compromet l'efficacité des décisions d'investissement. Les études de cas qu'il conduit ensuite montrent que le manque de compétences des fiduciaires peut entraîner des changements dramatiques dans les stratégies d'investissement des régimes. En effet, la crise de 2000-2002 a donné lieu à des pertes colossales pour les régimes de retraite américains et a eu des implications sur leur environnement économique. En réaction à la crise, on a observé une réallocation des actifs de certains régimes d'actions vers d'autres instruments financiers. Certains se sont tournés vers des investissements peu risqués (obligations) en partie motivés par l'incapacité des fiduciaires à mettre en œuvre des stratégies basées sur la construction de portefeuilles complexes. D'autres se sont tournés vers des actifs alternatifs comme les fonds de couverture (« hedge funds ») afin de tenter de combler l'écart laissé par les pertes à la suite de la crise. La crise de 2008, quant à elle, a poussé les fiduciaires à se questionner sur leurs stratégies d'investissement dans les fonds spéculatifs. En effet, certains se sont dirigés vers des investissements moins risqués (obligations), assumant que les pertes seraient couvertes par les promoteurs des régimes.

Ce problème d'expertise est accentué par un manque de définition des besoins en formation, un manque d'évaluation de la capacité des fiduciaires à atteindre les objectifs du régime et l'absence de plans d'amélioration. Ces lacunes mènent à un manque de compréhension des fiduciaires à l'égard des conseils qu'ils reçoivent d'experts externes, ce qui limite leur capacité à remettre en question la pertinence de ces intervenants (Stewart et Yermo, 2009). Ici, Weststar (2007) rapporte que même si des formations de base (comptabilité, investissements, actuariat) sont offertes aux fiduciaires, elles ne sont souvent pas adaptées à leurs besoins car insuffisantes et trop générales. Cela étant dit, l'auteur souligne qu'il existe des formations indépendantes que les fiduciaires peuvent décider de suivre eux-mêmes et à leur coût. Cependant, ces derniers ne sont souvent pas motivés à se former car ils estiment qu'ils sont peu rémunérés pour leur rôle. Ensuite, les fiduciaires interrogés par Weststar (2007) soulèvent un besoin de mise en place de formations continues, personnalisées à chaque type de fiduciaire, permettant d'améliorer l'esprit critique des individus. Les fiduciaires issus de syndicats expliquent que ces formations leur permettraient d'augmenter leur participation au comité de retraite en mettant de l'avant et en reliant les objectifs des syndicats qu'ils représentent. De plus, Weststar (2007) rapporte qu'un système de réseau favorisant les liens entre les fiduciaires de régimes différents (ex. : système de mentorat) permettrait aux fiduciaires d'augmenter leur confiance et leurs compétences concernant les décisions qu'ils prennent. Ce système permettrait de réduire certaines lacunes liées à l'expertise et à l'expérience des fiduciaires.

2.5 Leadership, style de prise de décision, collégialité

Aperçu

La littérature en gouvernance des régimes de retraite indique qu'un leadership affirmé du président du comité de retraite est essentiel afin de mieux calibrer les pratiques de gestion et de gouvernance avec les objectifs du régime.

Références principales (8), (11), (12), (34)

Références secondaires : (33)

Synthèse

Plusieurs auteurs avancent que des qualités de leadership, et plus spécifiquement un leadership affirmé du président du comité de retraite, sont essentielles afin d'aligner les pratiques de gestion et de gouvernance (Woods, 2010). En effet, Clark (2006) rapporte que les fiduciaires ne partagent pas de méthodes communes et cohérentes lors de la résolution de problèmes liés à l'investissement, alors que les prises de décisions dans le cadre des régimes de retraite doivent se faire de manière collective.

Clark (2008b) examine les dynamiques liées au leadership et aux divergences de styles de décision au moyen d'un questionnaire en ligne envoyé à des membres d'un comité d'investissement d'un régime de retraite aux États-Unis, d'un comité exécutif d'un régime de retraite aux Pays-Bas et d'un comité de retraite d'un régime de retraite en Grande-Bretagne. Il constate que le temps, l'expertise et l'engagement collectif sont des ressources cruciales qui influent sur la qualité de la prise de décision. Ces points définissent le budget de gouvernance du régime. Il conclut que dans de nombreux régimes, différents styles de prise de décision coexistent sans pour autant être reconnus comme étant des contraintes à l'efficacité de la prise de décision. Cela étant dit, l'auteur suggère que l'hétérogénéité des styles de prise de décision peut être une barrière à la prise de décision collective. En conclusion, il affirme que le leadership est un attribut essentiel pour une gouvernance de qualité. Ce dernier se définit par l'application d'expertises et de qualités, de manière à construire un sens d'engagement et de responsabilité collective. Finalement, certains fiduciaires issus de syndicats estiment que l'expertise en finance n'est pas essentielle à leur rôle car cette dernière peut être apprise sur le terrain (Westar, 2007). Cependant, ces derniers affirment que des habiletés en matière de leadership sont essentielles à leur rôle.

Finalement, Clark (2009) tente de comprendre comment se déroule la prise de décision collective dans les régimes de retraite en utilisant les résultats d'un questionnaire en ligne envoyé à des membres de comités de régimes de retraite publics en Grande-Bretagne, aux États-Unis et aux Pays-Bas. Globalement, les fiduciaires sondés ne font pas entièrement

confiance au jugement de leurs collègues. Ainsi, il semble difficile pour les conseils d'arriver à des prises de décisions informées et partagées sans un processus de réconciliation et sans l'intervention active de conseillers et de présidents de conseils compétents et qualifiés. Clark (2009) conclut donc qu'un leadership efficace affecterait de manière positive la performance des régimes et aiderait à harmoniser le processus de prise de décision et à coordonner les différents styles de prise de décision dans le but d'atteindre des objectifs communs.

2.6 Incitatifs financiers et évaluation de la performance

Aperçu

L'une des problématiques qui ressort de la littérature est liée à l'absence ou à l'inefficacité des pratiques de rémunération et d'évaluation de la performance des fiduciaires et des gestionnaires. Selon certains auteurs, la présence d'objectifs managériaux et d'une rémunération des fiduciaires permettent de faciliter l'instauration d'une gouvernance de qualité et la rétention de ressources expertes à l'interne.

Références principales : (4), (21), (33)

Synthèse

Plusieurs auteurs avancent que les fiduciaires ne sont souvent pas rémunérés pour l'atteinte de leurs objectifs, ce qui peut compromettre leur motivation à œuvrer dans l'intérêt des membres du régime, actifs ou retraités. À l'inverse, la présence d'objectifs de gestion et d'une rémunération financière des fiduciaires permet de faciliter l'instauration d'une gouvernance de qualité (Ammann, 2010). Par ailleurs, Weststar (2007) rapporte que les fiduciaires ne sont souvent pas rémunérés (ou très peu) dans le cadre de leurs fonctions. Il explique que cela compromet leur capacité et leur motivation à acquérir les compétences et les connaissances nécessaires pour remplir leur rôle de manière efficace.

D'autres auteurs expliquent que les systèmes de récompense des gestionnaires des régimes de retraite sont inefficaces car ils sont axés sur des objectifs à court terme ou insuffisants ou les deux. En conséquence, ces systèmes ne permettent pas d'aligner les objectifs des gestionnaires à ceux des membres et bénéficiaires et ne permettent pas le recrutement et le maintien en poste des gestionnaires les plus compétents. En effet, Johnson (2009) explique que l'une des caractéristiques des régimes de retraite dotés d'une gouvernance efficace est liée à la présence d'un système de rémunération des ressources compétitif permettant l'acquisition d'expertise interne.

2.7 Taille des régimes de retraite, efficacité et gouvernance

Aperçu

Plusieurs auteurs soulèvent que la taille d'un régime de retraite est un facteur qui peut compromettre la qualité de sa gouvernance et/ou influencer sa stratégie d'investissement. En effet, les régimes de taille relativement petite font face à des contraintes liées à un manque de ressources, à d'économies d'échelle moins importantes, mais aussi à l'incapacité de recruter et de retenir des ressources compétentes.

Références principales : (2), (6), (7), (18), (21), (25), (28), (30)

Références secondaires : (4), (14)

Synthèse

Relativement à la taille optimale d'un régime de retraite, Ambachtsheer (2007) juge qu'il doit posséder au moins 50 000 membres afin d'avoir les ressources nécessaires pour la mise en place de systèmes de gouvernance de qualité. Nguyen, Tan et Cam (2012) soulignent que la taille du régime guide la nature et la complexité des opérations de ce dernier. En effet, en raison d'un manque de ressources, d'économies d'échelle moins importantes, mais aussi de l'incapacité de recruter et de conserver les ressources nécessaires, les régimes de retraite les plus petits ont tendance à avoir une gouvernance moins efficace, à être moins efficaces et moins performants. Par exemple, dans ces régimes, les comités de retraite sont en général responsables des choix d'investissement même si leurs membres n'ont pas l'expertise (Harper, 2008). En revanche, dans la plupart des régimes de retraite de taille plus grande, un comité d'investissement formé de gestionnaires experts ainsi que d'une proportion relativement petite de membres du comité de retraite est responsable des choix d'investissement. Parfois, certains régimes de grande taille ont aussi des comités de vérification internes ou des comités responsables de définir les politiques du régime (Nguyen, Tan et Cam, 2012) ou les deux. Ce type de structure est plus efficace en termes d'investissement car les différents acteurs impliqués ont des connaissances plus sophistiquées et font appel à moins d'experts externes pour les décisions d'investissement (Harper, 2008).

Stewart et Yermo (2009), dans leur analyse des pratiques de gouvernance des régimes de retraite à travers le monde, montrent que les régimes plus petits ont des coûts d'administration relativement importants qui compromettent leur capacité à mettre en place une gouvernance efficace. De plus, l'expertise des fiduciaires est souvent inférieure dans ces régimes et les conflits d'intérêts plus grands.

Par conséquent, de nombreux auteurs recommandent aux régimes de retraite les plus petits de fusionner, de se regrouper sous forme de coopératives ou de caisses communes

ou bien de se joindre à des régimes plus importants dans le but de profiter des avantages liés à la taille du régime, qui en fin de compte, est bénéfique aux participants. Par exemple, Clark (2010) recommande aux régimes de retraite de petite taille de se joindre à des consortia d'entreprises, de fusionner ou d'externaliser certaines fonctions. L'auteur explique qu'il peut être parfois efficace, lorsque certaines dynamiques liées aux régimes sont complexes, qu'un promoteur se joigne à un consortium d'entreprises dans le but de construire un régime qui soit efficient et qui permette de répondre aux besoins et aux spécificités de différents types de participants. À la suite de l'analyse de plusieurs régimes, Ammann (2010) conseille également aux régimes de taille moyenne et petite de fusionner ou de mettre en commun certaines ressources afin d'optimiser leurs pratiques de gouvernance.

Outre le défi en matière de gouvernance, Johnson (2009) souligne qu'un autre problème soulevé par la petite taille d'un régime consiste en son incapacité d'avoir une gestion des actifs efficiente. Par exemple, les régimes de retraite plus importants, en raison de ressources plus imposantes dont ils disposent, peuvent davantage participer à la gestion des entreprises où ils investissent. Ainsi, Tilba (2013) rapporte que sur les 35 régimes de retraite de son échantillon, seuls les plus importants participent à la gouvernance des entreprises où ils investissent. Les régimes de retraite de plus grande taille peuvent aussi réaliser des économies d'échelle sur leurs coûts de gestion, ce qui se répercute de manière positive sur les rendements et, ultimement, sur les prestations des bénéficiaires. À l'inverse, Nguyen, Tan et Cam (2012) rapportent que les frais de gestion des actifs sont négativement liés à la performance des régimes. Bikker (2009) rejoint ces auteurs et affirme que les coûts de gestion peuvent réduire de manière significative les prestations de retraite. L'auteur montre qu'une augmentation de 1 % des coûts de gestion annuels relatifs aux actifs du régime peut réduire les prestations de retraite de 27 % (cumulatif). Il examine de manière empirique l'impact des coûts d'exploitation des régimes de retraite sur les prestations de retraite aux Pays-Bas ainsi que leurs déterminants. Les coûts d'exploitation du régime sont composés des coûts administratifs et des coûts liés à l'investissement. L'auteur trouve que les coûts administratifs du régime dépendent grandement de la taille du régime (les coûts augmentent pour les régimes plus petits), mais aussi (de manière moins importante) de la structure de gouvernance, de la conception du régime de retraite et des choix en matière de gestion. Des économies d'échelle peuvent donc être réalisées dans le cadre des régimes de retraite, étant donné que certains coûts peuvent augmenter mais de manière non proportionnelle à la taille du régime : coûts d'élaboration des politiques de gestion d'actifs et de passifs, des systèmes de gestion des données, coûts liés au personnel expert. Sur la base de ces résultats, Bikker (2009) conseille aux régimes de petite taille d'externaliser les activités d'administration et de gestion du régime à des entreprises spécialisées afin d'avoir accès à l'expertise

requis à un coût relativement réduit. Il ajoute qu'il est conseillé aux régimes de retraite de taille moyenne et petite de fusionner pour des raisons d'efficacité.

Finalement, il semble que les régimes de retraite plus importants affichent une aversion au risque moins marquée que les régimes de retraite plus petits. Par exemple, à partir d'une analyse des politiques d'investissement des régimes de retraite à prestations déterminées en Allemagne, Bikker (2010) constate que les politiques d'investissement des régimes les plus importants diffèrent de ceux des régimes les plus petits, avec une plus grande allocation de l'actif en actions, une plus grande tolérance au risque et une gestion plus dynamique.

Section 3 Clark et Urwin : Budget de gouvernance

Dans une série d'articles (voir bibliographie en fin de section), les chercheurs britanniques Gordon Clark et Roger Urwin élaborent un cadre de référence pour aborder diverses questions en matière de gouvernance des régimes de retraite. L'hypothèse générale est qu'une bonne gouvernance fait une différence significative en termes de création de valeur, même lorsque cette dernière est mesurée par le biais du taux de rendement à long terme ajusté en fonction du risque. En conséquence, il importe d'établir des principes de bonne gouvernance.

3.1 Recommandations de meilleurs pratiques

Plutôt que de procéder par une analyse quantitative des caractéristiques observables de régimes de retraite très performants, l'approche méthodologique adoptée par Clark et Urwin a pour objectif d'isoler ces facteurs de manière qualitative, en se basant sur des études de cas. Dans une de ces études, revenant sur des entretiens réalisés avec des chefs de la direction ou chef des placements de dix fonds géographiquement dispersés avec des tailles d'actifs oscillant entre 5 milliards \$ à 410 milliards \$ et ayant établi leur réputation d'excellence en matière de gouvernance à travers le secteur, le professeur Clark a déterminé ce qu'il considère être 12 facteurs soutenant les meilleures pratiques. Celles-ci sont organisées en trois grands principes de (a) *cohérence organisationnelle*, (b) *personnes* impliquées dans la prise de décision et (c) *processus décisionnel*.

Cette section du rapport présente un aperçu des recherches du professeur Clark portant sur les principes de bonne gouvernance. Outre la pertinence évidente de sa recherche, laquelle isole des principes généraux de bonne gouvernance, son ouvrage introduit la notion d'un « budget de gouvernance » que nous avons trouvé particulièrement utile comme cadre pour orienter nos réflexions et ultimement organiser nos recommandations. Il convient de noter d'emblée que cette notion de « budget de gouvernance » doit être interprétée dans un sens large comme étant « la capacité de générer de la valeur par des actions efficaces à l'intérieur du périmètre des tâches et fonctions définies par l'institution ».

Dans les sections précédentes, la revue de littérature relative à la gouvernance identifie quatre défis spécifiques rencontrés en la matière par les régimes de retraite. Avant d'exposer les facteurs de meilleures pratiques de Clark, il convient de passer ces défis en revue:

a. *Accent mis sur la gestion des risques*. Les régimes de retraite opèrent évidemment sur les marchés mondiaux, lesquels sont caractérisés par la présence de risque et

d'incertitudes. Le défi pour les régimes de retraite consiste à adopter des techniques qualitatives et quantitatives de manière innovante afin de gérer efficacement ces risques.

b. *L'horizon temporel*. Les perspectives à long terme doivent nonobstant faire place à une certaine dose de flexibilité et d'opportunisme.

c. *Alignement des décisions à une mission claire*. Ce défi est particulièrement aiguë où il y a une grande variété de parties prenantes impliquées.

d. *La gestion efficace des agents externes*. Les régimes de retraite font appel à des gestionnaires externes issus d'un grand bassin de candidats et dont les compétences sont difficiles à évaluer.

En ce qui concerne la cohérence institutionnelle, le défi consiste à faire correspondre une structure institutionnelle héritée d'une configuration préalable de différentes parties prenantes avec les intérêts à long terme des bénéficiaires. À cette fin, la meilleure pratique consiste à:

1. Obtenir de la clarté dans la mission de la caisse de retraite ainsi que l'engagement des parties prenantes envers celle-ci. Les règles d'or (par exemple : de maximiser les rendements) doivent être interprétés à travers le prisme d'objectifs opérationnels acceptés tels que le rendement prévu sous certains paramètres de risque convenus;
2. L'emploi d'une fonction d'investissement hautement compétente avec des responsabilités clairement définies mises en lien avec l'énoncé de mission ainsi qu'une imputabilité claire envers l'institution. Les objectifs de performance ainsi que les mesures incitatives reliées à la fonction d'investissement devraient être clairement délimitées.
3. Un engagement à octroyer à chaque composante de la chaîne de gouvernance et du processus d'investissement un budget de temps et de ressources opportun. Ces ressources ne devraient pas être considérées comme un coût, mais bien comme un investissement favorisant la cohérence du plan.

L'importance du capital humain comme élément essentiel d'une bonne gouvernance est invariablement soulignée. Toutefois, les institutions diffèrent considérablement en ce qui a trait à leur capacité de bien sélectionner les fiduciaires et retenir les services d'employés d'une grande compétence. Les facteurs jouant sur la qualité de la gouvernance, toujours selon Clark, comprennent les suivants:

4. Le leadership a un fort impact sur la performance de l'institution, tel que manifesté au niveau du conseil d'administration jusqu'à l'exécution des tâches déléguées. Un leadership d'une telle profondeur cultive une responsabilisation et une imputabilité dans la chaîne de gouvernance;
5. Les collègues choisis par le comité de retraite devraient posséder trois qualités: compétences arithmétiques, pensée logique, et capacité de penser en termes de probabilités dans le domaine du risque. Une grande disparité des capacités peut avoir des effets négatifs sur le processus décisionnel. Des politiques de ressources humaines peuvent possiblement être adaptés pour répondre à ce défi.
6. Les politiques de rémunération efficaces peuvent être adoptées et utilisées ensuite pour renforcer les capacités et arrimer les actions à la mission, avec différentes stratégies possibles en fonction du contexte du fonds. Les compétences issues de l'interne devraient être récompensées de manière appropriée.

Un bon degré de cohérence institutionnelle et la présence de personnes capables de réaliser la mission du fonds sont des conditions importantes pour le succès de la gouvernance. Ces conditions peuvent être difficiles à rassembler, mais le *processus* de prise de décisions d'investissement peut dans une certaine mesure pallier aux lacunes dans ces domaines. En termes de processus d'investissement, les facteurs soutenant les meilleures pratiques comprennent:

7. La détermination d'une politique d'investissement guidant le processus de prise de décision laquelle est alignée aux objectifs opérationnels et bénéficie d'un large appui dans le fonds. Dans la mesure du possible, cette politique d'investissement devrait refléter les avantages et désavantages comparatifs de l'institution.
8. La politique d'investissement doit être accompagnée d'un budget pour l'analyse de risque intégrant une analyse quantitative suffisante pour aider le processus de prise de décision. Les gestionnaires externes doivent être choisis et évalués selon des mandats spécifiques avec des objectifs clairement définis.
9. La politique d'investissement concilie les exigences continues (« en temps réel ») des marchés financiers avec des procédures de gouvernance calendaires (rencontres mensuelles, etc.). Sous la supervision du comité de retraite, les sous-comités devraient suivre les perturbations du marché et y réagir en temps opportun.
10. Les décisions d'investissement ont lieu dans une culture d'apprentissage qui encourage le changement et remet en question les hypothèses actuelles de l'industrie. Il y a une valeur ajoutée à du changement qui se produit par le biais d'innovations et de croissance des connaissances.

L'ensemble de ces recommandations visant à mettre en place les meilleures pratiques de gouvernance au sein des régimes de retraite doit être vu comme reflétant une aspiration ou une ambition. En effet, Clark et Urwin soulignent que peu de caisses de retraite qu'ils

ont étudiées affichent toutes ces caractéristiques. Le défi pour un régime de retraite est donc d'aller au-delà de ces objectifs et de les mettre en œuvre.

Dans leurs recherches, Clark et Urwin identifient trois types de structure de caisses de retraite et de structure organisationnelle. La forme la plus simple (de type I) est celle où le conseil prend des décisions avec l'appui d'un consultant et des fournisseurs de services externes. Pour de telles caisses, il peut s'avérer difficile d'adopter l'ensemble des critères de meilleures pratiques décrits ci-haut. Dans le cas d'une version plus sophistiquée de structure de caisse (soit de Type II), un sous-comité chargé de l'investissement joue rôle plus important en débattant fréquemment de décisions d'investissement, lesquelles sont par la suite amenées au comité pour décision. Pour s'aligner aux meilleures pratiques, le défi pour ce type de structure est de trouver des membres ayant les compétences requises pour former un sous-comité d'investissement agile et efficace. La structure de type III implique principalement la prise de décision en temps réel à l'interne et ne convient que pour les fonds de taille considérable.

Dans son aperçu des procédures de gouvernance, Clark et Urwin explorent certains aspects plus précis de la performance des comités de retraite et sous-comités d'investissement. Il en ressort que les comités fonctionnent idéalement avec 6 à 8 membres aux mandats (révisables) de 3 ans. Dans ces conditions, le comité de retraite bénéficie d'une mémoire organisationnelle, ce qui suggère que les longues affectations sur le comité soient souhaitables. La participation aux comités actifs devrait être reconnue et possiblement rémunérée. Finalement, il ressort également de son analyse qu'il devrait y avoir un examen annuel de la performance des membres du comité de retraite.

3.2 Budgets de gestion des risques et de gouvernance

Clark et Urwin soulignent le rôle du budget de gouvernance dans l'adoption de procédures reflétant les meilleures pratiques de gouvernance. Cependant, la caractérisation de la notion de budget de gouvernance demeure un peu vague, soit plus suggestive qu'opérationnelle. De notre perspective, il est préférable de voir ce budget comme l'ensemble des ressources consenties au contrôle général de la façon dont les actifs du fonds sont alloués afin d'atteindre les objectifs souhaités. Dans cette optique, son objectif principal est de contrôler ou surveiller la mise en œuvre pratique (manifestée) de la politique d'investissement (intentions).

Un autre défi mettant en relief la qualité de la gouvernance est le problème relié à l'allocation des actifs. Une caisse de retraite répartit ses ressources provenant des contributions des membres à travers différentes classes d'actifs afin de couvrir les passifs actuels et projetés. Les classes d'actifs ont différents profils de rendement/risque et sont corrélés entre eux. Une fois les répartitions à travers différentes classes d'actifs

déterminées, le portefeuille de la caisse de retraite aura un rendement global projeté avec un niveau de risque global reflétant les risques associés aux différentes classes d'actifs ainsi que la diversification du portefeuille. Ce niveau de risque global devrait être proportionnel au *budget de risque* ou du moins à la tolérance au risque liée aux contraintes du fonds en termes de passifs. Bien entendu, il s'agit ici d'une description schématique: les gestionnaires de portefeuille au sein de chaque classe d'actifs doivent être choisis et avec ce choix varient les rendements prévus les risques concomitants. Aussi, la performance globale du fonds et celle du gestionnaire peuvent être calculées sur une base quotidienne avec des résultats pouvant varier considérablement d'un jour à l'autre. En revanche, les objectifs de la politique d'investissement peuvent avoir un horizon de quelques décennies. Par conséquent, la surveillance de la performance du portefeuille fait appel au jugement dans plusieurs dimensions: choix des gestionnaires, allocations du portefeuille et gamme de classes d'actifs. Le contexte dans lequel s'insère une amélioration de la gouvernance est loin d'être statique.

Tel que mentionné en début de section, Clark définit le budget de la gouvernance comme « la capacité de générer de la valeur par des actions efficaces à l'intérieur du périmètre des tâches et fonctions définies par l'institution ». De toute évidence, une évaluation de cette capacité dépend du type de la structure de caisse de retraite à l'étude. Dans des caisses de retraite de type I décrits dans la section précédente, le défi de l'allocation repose entièrement entre les mains des gestionnaires externes, tandis que dans les caisses de type II, une participation partielle est notée. Dans des caisses de type III, il convient de parler d'une implication totale. Nous nous concentrons dans ce qui suit sur les caisses de type II, où il y a un comité de retraite et un sous-comité d'investissement chargé de déterminer l'allocation du portefeuille à être approuvé par le comité de retraite.

Selon Clark, les budgets de gouvernance sont composés de trois éléments: le temps, l'expertise et l'engagement collectif. Le temps et les outils mis à la disposition du sous-comité d'investissement pour comparer le rendement de la caisse par rapport à des repères et des tendances du marché est essentiel au bon fonctionnement du fonds. Le sous-comité d'investissement peut avoir besoin de ressources supplémentaires (par exemple : conseillers externes, prestataires de services) afin d'être en mesure de présenter des recommandations pour approbation du comité de retraite. En outre, à moins qu'il y ait une certaine duplication des assignations ou des compétences entre le sous-comité d'investissement et le comité de retraite, un danger persiste que le premier puisse agir à toutes fins utiles comme une entité indépendante avec des recommandations présentées comme faits accomplis et assujetties à peu de discussions. Donc, la composante d'expertise du budget de gouvernance est essentielle. Finalement, l'engagement collectif reflète l'engagement organisationnel du comité de retraite de fournir un leadership efficace et de canaliser les ressources vers les tâches convenues.

A titre d'illustration de la pertinence de chacune de ces composantes du budget de gouvernance par rapport à la performance des fonds, Clark a étudié la performance des différents caisses de retraite britanniques pendant la crise financière et a identifié trois lacunes majeures. Il a constaté que de nombreux fiduciaires ne disposaient pas de suffisamment de temps pour réagir et être engagés dans leur processus d'investissement des fonds. L'expertise de la plupart des fiduciaires n'a pas été à la hauteur des défis posés par la crise, notamment en raison d'un biais dans la sélection des fiduciaires selon des impératifs de représentativité. L'idéal d'une prise de décision collégiale et collective fut rarement réalisé. Ces lacunes reflètent, selon Clark, une gouvernance incapable de distinguer - et encore moins d'arbitrer entre- les enjeux de court terme des obligations à long terme d'un régime de retraite.

Pour conclure: l'argument avancé par Clark est que la gouvernance est une ressource mesurable encapsulée dans un « budget de gouvernance » et dont la taille peut être associée à la performance prévue et attendue. Essentiellement : le budget de gouvernance devrait être considérée comme un investissement dans la performance à long terme du fonds et devrait être protégé des tentatives de générer de fausses économies.

Références sélectionnées

Sections 1 et 2

1. Albrecht, W.G., Shamsub, H., & Giannatasio, N.A. (2007). Public pension fund governance practices and financial performance. *Journal of Public Budgeting, Accounting & Financial Management*, 19(2).
2. Ambachtsheer, K. (2007). The three grades of pension fund governance quality: Bad, better and best. *Rotman International Centre for Pension Management, University of Toronto*.
3. Ambachtsheer, K., Capelle, R., & Lum, H. (2008). The pension governance deficit: Still with us. *Rotman International Journal of Pension Management*, 1(1), 14-21.
4. Ammann, M., & Zingg, A. (2010). Performance and governance of Swiss pension funds. *Journal of Pension Economics & Finance*, 9(1), 95.
5. Antolin, P. (2010). Private pensions and the financial crisis: How to ensure adequate retirement income from dc pension plans. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2009(2).
6. Bikker, J.A., Broeders, D., & De Dreu, J. (2010). Stock market performance and pension fund investment policy: Rebalancing, free float, or market timing. *International Journal of Central Banking*, 6(2), 53-79.
7. Bikker, J.A., & De Dreu, J. (2009). Operating costs of pension funds: The impact of scale, governance, and plan design. *Journal of Pension Economics and Finance*, 8(01), 63-89.
8. Clark, G., Caerlewy-Smith, E., & Marshall, J.C. (2006). Pension fund trustee competence: Decision making in problems relevant to investment practice. *Journal of Pension Economics and Finance*, 5(01), 91-110.
9. Clark, G.L., Caerlewy-Smith, E., & Marshall, J.C. (2007). The consistency of UK pension fund trustee decision-making. *Journal of Pension Economics and Finance*, 6(01), 67-86.
10. Clark, G., & Urwin, R. (2008a). Best-practice pension fund governance. *Journal of Asset Management*, 9(1), 2-21.

11. Clark, G., & Urwin, R. (2008b). Making pension boards work: The critical role of leadership. *Rotman International Journal of Pension Management*, 1(1), 38-45.
12. Clark, G., & Urwin, R. (2009). Leadership, collective decision-making and pension fund governance. *Rotman International Journal of Pension Management*.
13. Clark, G., & Urwin, R. (2010a). Innovative models of pension fund governance in the context of the global financial crisis. *Pensions: An International Journal*, 15(1), 62-77.
14. Clark, G., & Urwin, R. (2010b). DC pension fund best-practice design and governance. *Benefits Quarterly*.
15. Cocco, J.F., & Volpin, P.F. (2007). Corporate governance of pension plans: The UK evidence. *Financial Analysts Journal*, 70-83.
16. Coleman, A.D.F., Esho, N., & Wong, M. (2006). The impact of agency costs on the investment performance of Australian pension funds. *Journal of Pension Economics & Finance*, 5(3), 299-324.
17. Cox, P., Brammer, S., & Millington, A. (2007). Pension fund manager tournaments and attitudes towards corporate characteristics. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(7-8), 1307-1326. doi: 10.1111/j.1468-5957.2007.02037.x
18. Harper, J. (2008). Board of trustee composition and investment performance of US public pension plans. *Rotman International Centre for Pension Management, University of Toronto*.
19. Hollanders, D., & Bersem, M. (2010). Pension fund governance: The intergenerational conflict over risk and contributions. *Amsterdam Institute for Advanced Labour Studies*.
20. Jackowicz, K., & Kowalewski, O. (2012). Crisis, internal governance mechanisms and pension fund performance: Evidence from Poland. *Emerging Markets Review*.
21. Johnson, K.L., & Jan de Graaf, F. (2009). Modernizing pension fund legal standards for the twenty-first century. *Rotman International Journal of Pension Management*, 2(1), 44-51.

22. Kowalewski, O. (2012). Corporate governance and pension fund performance. *Contemporary Economics*, 6(1), 14-44.
23. Les autorités fédérales de la Confédération Suisse, (2014), Loi fédérale sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité (LLP), consulté le 15 Avril 2014 <http://www.admin.ch/opc/fr/classified-compilation/19820152/index.html>
24. Monk, A.H. (2009). The geography of pension liabilities and fund governance in the United States. *Environment and planning. A*, 41(4), 859.
25. Nguyen, T.T.C., Tan, M., & Cam, M.-A. (2012). Fund governance, fees and performance in Australian corporate superannuation funds: A non-parametric analysis. *Journal of Law and Financial Management*, 11(2).
26. OCDE, (2009), Canada : Highlights from OECD Pensions at a Glance, consulté le 24 Avril 2014, <http://www.oecd.org/canada/OECD-PensionsAtAGlance-2013-Highlights-Canada.pdf>
27. Rauh, J.D. (2009). Risk shifting versus risk management: Investment policy in corporate pension plans. *Review of Financial Studies*, 22(7), 2687-2733.
28. Stewart, F., & Yermo, J. (2009). Pension fund governance: Challenges and potential solutions. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2008(2).
29. Sy, W. (2008). Pension governance in Australia: An anatomy and an interpretation. *Rotman International Journal of Pension Management*, 1(1), 30-37.
30. Tilba, A., & McNulty, T. (2013). Engaged versus disengaged ownership: The case of pension funds in the UK. *Corporate Governance: An International Review*, 21(2), 165-182. doi: 10.1111/j.1467-8683.2012.00933.x
31. Tower, I., & Impavido, G. (2009). How the financial crisis affects pensions and insurance and why the impacts matter (epub): *International Monetary Fund*.
32. Watson, T. (2013). Global pension assets study 2013. *Pension Benefits*, 22(4), 6-8.
33. Weststar, J., & Verma, A. (2007). What makes for effective labor representation on pension boards? *Labor Studies Journal*, 32(4), 382-410.

34. Woods, C., & Urwin, R. (2010). Putting sustainable investing into practice: A governance framework for pension funds. *Journal of business ethics*, 92(1), 1-19.
35. Yermo, J., & Severinson, C. (2010). The impact of the financial crisis on defined benefit plans and the need for counter-cyclical funding regulations: *OECD Publishing*.

Section 3

1. Clark, G.L. and Roger Urwin. (2010). Innovative models of pension fund governance in the context of the global financial crisis. *Pensions: An International Journal*, 15(1), 62-77.
2. Clark, G.L. and Roger Urwin. (2010). DC pension fund best-practice design and governance. *Benefits Quarterly*. Fourth Quarter 2011: 36-49.
3. Clark, G.L. and Roger Urwin. (2009). Leadership, collective decision-making and pension fund governance. *Rotman International Journal of Pension Management*.
4. Clark, G.L. and Roger Urwin. (2008). Best-practice pension fund governance. *Journal of Asset Management*, 9(1), 2-21.
5. Clark, G.L. and Roger Urwin. (2008). Making pension boards work: The critical role of leadership. *Rotman International Journal of Pension Management*, 1(1), 38-45.

Volet B

Analyse quantitative des régimes de retraite québécois

Section 4 Analyse des régimes de retraite supervisés par la Régie des rentes du Québec

Cette section présente un aperçu de la situation financière des régimes de retraite enregistrés auprès de la Régie des rentes du Québec (RRQ) en vertu de la loi. Notre analyse porte sur les rendements affichés par ces régimes, la composition de leur portefeuille, leurs ratios de capitalisation et de solvabilité et leur gouvernance. Nous réalisons nos analyses des régimes selon trois dimensions. D'une part, nous comparons les régimes selon leur taille relative. D'autre part, nous analysons l'évolution de la situation des régimes de 2000 à 2013. Finalement, nous comparons les régimes du secteur privé et des secteurs public et para-public.

Nous tenons à remercier la Régie des rentes du Québec (RRQ) d'avoir bien voulu nous fournir ces données. Bien entendu, ces données étant confidentielles, la RRQ avait auparavant rendues anonymes les renseignements par régime, empêchant toute identification.

4.1 Introduction

Les données pour 2013 révèlent que 704 régimes de retraite ont produit des états financiers pour cet exercice. Toutefois, la majeure partie de ces régimes sont de taille relativement petite. Par conséquent, la présentation de données statistiques pour l'ensemble de la population (p.ex., rendement moyen) risquerait de fausser le tableau de la situation car ces régimes représentent une portion infime de l'actif du système de retraite québécois. À cet égard, la figure 1a présente deux histogrammes qui regroupent les régimes selon leur taille, 10 millions de dollars étant fixé comme seuil pour distinguer les deux groupes : environ les deux-tiers des régimes ont un actif qui excède ce montant. Les autres régimes dont l'actif est inférieur à ce seuil représentent collectivement moins de 1% de l'actif total de tous les régimes.

Nous divisons par la suite le groupe de régimes ayant un actif supérieur à 10 millions de dollars en neuf (9) sous-groupes correspondant à trois grandes catégories comprenant chacun trois sous-groupes: régimes de petite taille (PETIT), de taille moyenne (MOYEN) et de grande taille (GRAND). Quoique cette catégorisation soit relativement arbitraire, nous croyons qu'elle reflète assez bien les points de démarcation dans l'échantillon et correspond à des réalités certaines dans les choix d'allocation d'actif.

Selon cette catégorisation, les régimes de petite taille affichent un actif se situant entre 10 et 125 millions de dollars; ces régimes représentent environ 72% de l'ensemble des régimes ayant un actif excédant le seuil de 10 millions. Les régimes de taille moyenne ont un actif se situant entre 125 et 600 millions de dollars et représentent 22% des régimes de l'échantillon. Enfin, les régimes de grande taille ne représentent qu'environ 7% de l'échantillon. Dans le texte qui suit, nous référons aux neuf sous-groupes de la manière suivante : PETIT_a, PETIT_b, PETIT_c; MOYEN_a, MOYEN_b, MOYEN_c; GRAND_a, GRAND_b, GRAND_c. La répartition des régimes à l'intérieur des catégories *Régimes de petite taille* et *Régimes de taille moyenne* correspond essentiellement à une distribution uniforme. Le sous-groupe MOYEN_b représente un point de rupture quant à la capacité des régimes à se doter d'outils de gestion de portefeuille autonomes, par exemple la constitution d'un sous-comité de placement ou une équipe de gestion dédiée internalisée. Environ 15% des régimes de l'échantillon ont un actif excédant ce seuil.

Les histogrammes situés à droite de la figure 1a donnent un aperçu de la distribution des régimes ayant moins de 10 millions de dollars d'actif. Les chiffres en haut de chaque colonne indiquent la proportion en % de régimes appartenant au sous-groupe selon l'actif. Ainsi, en considérant le premier histogramme à gauche pour tous les régimes (n=471), et focalisant sur la première colonne à gauche, nous pouvons voir qu'un peu moins de 120 régimes ont moins de 25 millions de dollars d'actif, représentant 24,9% du total des régimes dans l'échantillon. Ces régimes semblent distribués uniformément sous le seuil. La figure 1a présente également un portrait des régimes des secteurs privé, public et para-public. Les répartitions semblent comparables entre ces secteurs, si ce n'est du plus grande de régimes de grande taille dans le secteur public et para-public. Nous concluons donc que la répartition des régimes en sous-groupes est appropriée.

Cependant, le classement d'un régime au sein de ces catégories et sous-groupes peut évoluer dans le temps compte tenu de changements dans la configuration de son *membership* et de sa performance financière découlant de sa politique d'investissement. Par conséquent, il nous faut composer avec ce défi afin de conserver l'intégrité de notre répartition des régimes. Nous avons donc ajusté les seuils ainsi que les paramètres des sous-groupes en utilisant un taux d'actualisation reflétant un portefeuille type composé à 60% d'actions américaines dont les rendements ont été convertis en dollars canadiens selon les taux de change courants et à 40% d'obligations canadiennes. Les seuils sont recalculés chaque année en appliquant le taux d'actualisation au seuil de l'année précédente. Les résultats de cette opération sont montrés à la figure 1b pour les années 2013, 2010, 2008, 2006 et 2000.

Nous pouvons voir que la procédure d'actualisation semble bien fonctionner, le nombre relatif de régimes dans chaque sous-groupe demeurant comparable d'une année à l'autre et le nombre total de régimes excédant le seuil demeurant plus ou moins constant. En outre, une analyse plus fine nous révèle que 72 régimes qui se retrouvent dans l'échantillon 2013 n'apparaissent pas dans l'échantillon de l'année 2000.

La majeure partie de ces variations proviennent des régimes du secteur privé. Enfin, il y'a une plus grande proportion de régimes de petite taille dans l'échantillon de l'année 2000 (81%) que dans celui de 2013 (72%). Une explication possible de cette tendance est que ces régimes ont affiché des rendements supérieurs durant la période 2000-2013.

Dans la prochaine sous-section, en s'appuyant sur ce mode de classification, nous analysons la performance des régimes selon leur taille et travers le temps. Des analyses similaires sont effectuées par la suite relativement aux répartitions d'actif et à la gouvernance.

4.2 Rendements des régimes

Les rendements moyens pour chaque sous-groupe de régimes sont présentés aux tableaux 1a, 1b et 1c. Dans le tableau 1a, les rendements moyens ainsi que l'écart-type de ces rendements sont présentés pour chacune des 14 années sous étude. Le tableau 1b donne une information plus précise de la dispersion des rendements dans l'échantillon pour des années sélectionnées : 2000, 2006, 2008, 2010 et 2013. Les données pour 2006 et 2010 sont introduites afin de présenter la situation avant et après la crise financière de 2008. Le tableau 1c compare les rendements affichés par les régimes du secteur privé avec ceux des secteurs public et para-public.

- a. Un constat qui se dégage est à l'effet qu'il ne semble pas y avoir un effet taille sur les rendements. En d'autres termes, les régimes de plus grande taille n'affichent pas de meilleurs rendements. À l'inverse, les régimes de petite taille ne montrent pas des rendements inférieurs.
- b. Considérant les rendements moyens, les régimes de petite taille semblent avoir surperformé relativement aux régimes de taille moyenne et de grande taille en 2013, 2008(!), 2001 et 2000. En comparaison avec les régimes de grande taille, les régimes de taille moyenne ont surperformé en 2013, 2008, 2001, et 2000 mais sous-performé en 2007 et 2004. Les régimes de grande taille n'ont surperformé qu'en 2007.
- c. Il y'a peu d'observations aberrantes, l'exception étant le sous-groupe GRAND_b en 2009 et 2003.
- d. Focalisant sur l'année 2008 qui fut marquée par la crise financière, nous constatons que les régimes de grande taille on en général affiché des

rendements inférieurs aux régimes des deux autres catégories, les rendements par quartile étant systématiquement inférieurs.

- e. Toutefois, la performance des régimes de grande taille a rebondi rapidement en 2010. Cette surperformance s'est toutefois amenuisée puisque les rendements des trois catégories de régimes sont fort comparables en 2013, les régimes de petite taille affichant un léger avantage. Par contre, les régimes de grande taille (GRAND_c) affichent une excellente performance relative aux autres.
- f. Dans les années précédant la crise, la performance des régimes, qu'ils soient du secteur privé ou des secteurs public et para-public, a été comparable. En 2008, le portrait qui se dégage est ambigu. Par contre, pour 2013, les régimes des secteurs public et para-public, peu importe la taille, affichent clairement une surperformance vis-à-vis les régimes du secteur privé, particulièrement en ce qui a trait aux régimes de petite taille.

4.3 Répartition de l'actif

Les rendements présentés dans la sous-section précédente découlent évidemment des stratégies de répartition d'actif des différents régimes. Il nous apparaît donc important d'analyser les choix des régimes en la matière, surtout compte tenu de la crise et de l'évolution à la baisse des taux d'intérêt. On pourrait penser que les régimes de taille moyenne et de grande taille ont une plus grande latitude en la matière compte tenu du plus grand contrôle qu'ils exercent sur le processus de répartition de l'actif. La répartition de l'actif pourrait aussi être différente selon qu'un régime est du secteur privé ou des secteurs public et para-public. Les tableaux 2a et 2b permettent de tirer quelques conclusions à cet égard :

- g. En 2000, les régimes détenaient en moyenne entre 35% et 40% de leur portefeuille en *obligations*. Cette réalité persiste en 2013, sauf pour les régimes de très grande taille (GRAND_c), lesquels ont une proportion d'obligations dans leur portefeuille en deçà de 35%.
- h. Durant la même période, il semble y avoir une tendance parmi les régimes à augmenter la pondération de leur portefeuille qui est investie en *immobilier*. Cette tendance est particulièrement prononcée par les régimes de petite et de moyenne taille. On doit souligner que les régimes MOYEN_c et GRAND_c allouent respectivement 4.9% et 5.9% de leur portefeuille à ce type d'investissement.
- i. Une autre tendance lourde est la croissance de la catégorie *Autres* pour tous les types de régimes et particulièrement pour ceux de très grande taille (GRAND_b, GRAND_c).

- j. Les profils de répartition d'actif des régimes du secteur privé et des secteurs public et para-public ne se démarquent pas de manière apparente en 2000, si ce n'est que les régimes des secteurs public et para-public de grande taille ont légèrement plus d'actif *immobilier*. Cependant, la situation a complètement changé en 2013. En effet, les régimes du secteur privé de grande taille ont en général accru la proportion de leur portefeuille investie en *obligations* entre 2000 et 2013. En outre, alors que les régimes de tous les secteurs avaient des proportions comparables d'*obligations* dans leur portefeuille en 2000, en 2013 nous remarquons un écart important à cet égard entre les deux secteurs (privé vs. public et para-public) au niveau des régimes de taille moyenne et de grande taille. Tout secteur confondu, les régimes de très grande taille (GRAND_c) ont accru la proportion de leur actif dans la catégorie *Autres*.

4.4 Gouvernance

La détérioration des ratios de capitalisation et de solvabilité au cours des 15 dernières années est un phénomène bien connu et documenté. Les régimes ont subi des revers de performance en 2002 et en 2008 en plus de faire face à vents contraires du côté de leur passif actuariel, notamment en raison de la baisse continue des taux d'intérêt et des modifications défavorables dans les hypothèses actuarielles (augmentation de l'espérance de vie). L'effet de ces chocs est clairement visible dans la figure 2, laquelle présente les ratios de capitalisation pour tous les régimes pour un certain nombre d'années sélectionnées :

- k. Pour les régimes présentés dans la colonne de gauche de la figure 2, on peut voir que 90% d'entre eux affichaient un ratio de capitalisation excédant 100% en 2000. Par contre, en 2013, 75% de ces régimes affichaient un ratio de capitalisation inférieur à 70%.
- l. Les ratios de capitalisation des très petits régimes (actif sous le seuil) sont présentés dans la colonne de droite de la figure 2. Ces ratios semblent plus stables et homogènes.

Les tableaux 3a, 3b et 3c donnent un profil plus complet de la situation. Le tableau 3b présente également de l'information relative à la taille des comités de retraite.

- m. Tous les régimes, sans égard à leur taille, ont expérimenté une détérioration de leur situation financière relative.
- n. Les régimes de très grande taille (GRAND_c) ont affiché les meilleurs ratios de capitalisation au cours de 10 des 14 dernières années. Pour les 4 autres années, la différence était légèrement en faveur des régimes de petite taille.

- o. La détérioration de la situation semble avoir débuté en 2002, et s'est accélérée durant la période 2008-2010, pour ensuite se stabiliser en 2013. De manière générale, les régimes de petite taille et de taille moyenne ont évolué en diapason.
- p. De manière générale, les régimes de grande taille ont des comités de retraite qui comptent le plus de membres, les comités des régimes de taille moyenne ayant plus de membres que ceux de petite taille.
- q. En 2000, les ratios de capitalisation des régimes de grande taille et de taille moyenne du secteur privé étaient passablement plus élevés que ceux affichés par les régimes des secteurs public et para-public. En 2013, la différence est alors plus prononcée, les régimes du secteur privé peu importe leur taille affichant de meilleurs ratios que les régimes des secteurs public et para-public.

4.5 Conclusion

Les faits saillants qui se dégagent de notre analyse des données de la RRQ peuvent se résumer comme suit:

1. Un grand nombre de régimes (environ le tiers) sont de taille relativement modeste et représente une fraction minimale (environ 1%) de l'actif total du système de retraite québécois.
2. Les rendements affichés par les régimes de retraite ne semblent pas reliés à leur taille et sont comparables entre les régimes des secteurs privé et public/para-public.
3. Les tendances en matière de répartition de l'actif doivent être nuancées. D'une part, les catégories d'actif alternatif (catégories *Autres* et *Immobilier* dans la classification de la RRQ) ont gagné en popularité depuis 2000, principalement dans les régimes de grande taille. D'autre part, les régimes de grande taille du secteur privé ont accru la pondération des obligations dans leur portefeuille, creusant l'écart à cet égard relativement aux régimes des secteurs public et para-public.
4. Les années 2000 ont vu une détérioration majeure des ratios de capitalisation des régimes, tous secteurs confondus et ce, peu importe la taille du régime. La situation semble s'être stabilisée depuis 2010 mais, il ressort clairement que la position des régimes du secteur privé est relativement plus favorable que celle des régimes des secteurs public et para-public.
5. En ce qui a trait aux comités de retraite, le nombre de membres est resté relativement stable au cours de la période.

Figure 1a
Actif des régimes de retraite : 2013

Actif > 10 millions \$

Actif < 10 millions \$

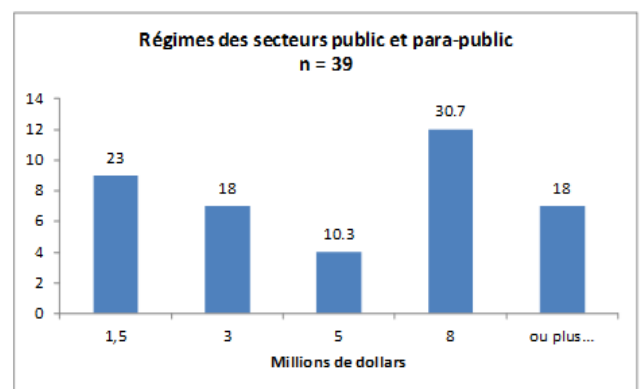
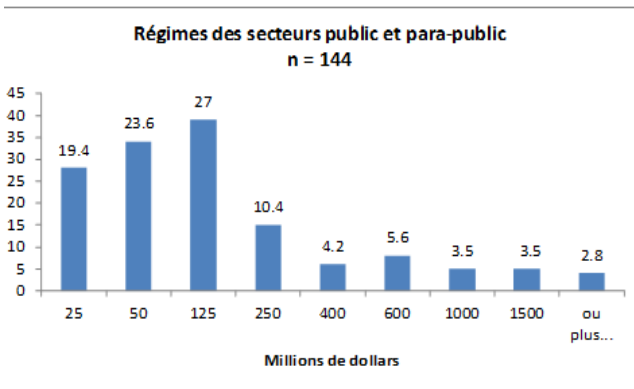
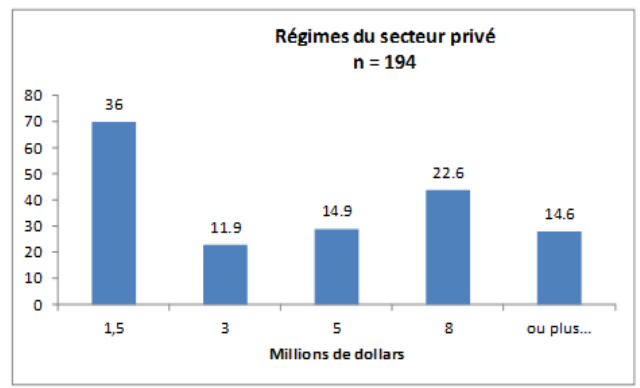
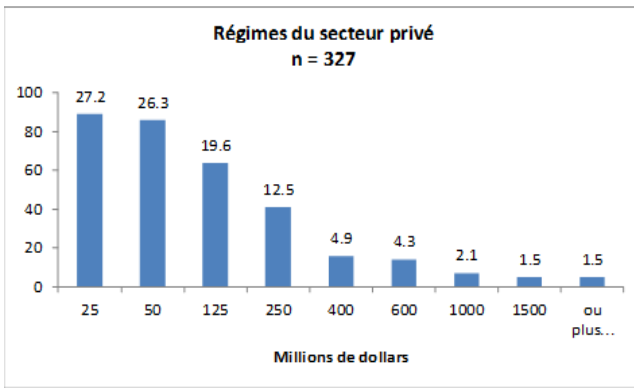
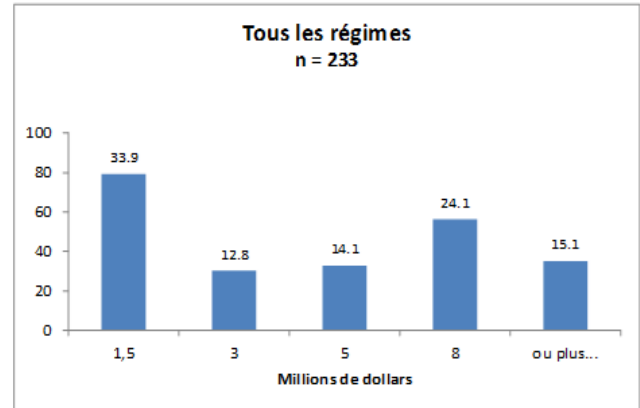
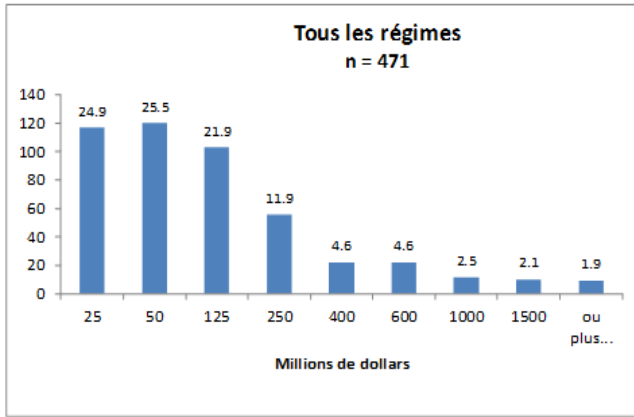


Figure 1b
Ensemble des régimes pour des années sélectionnées

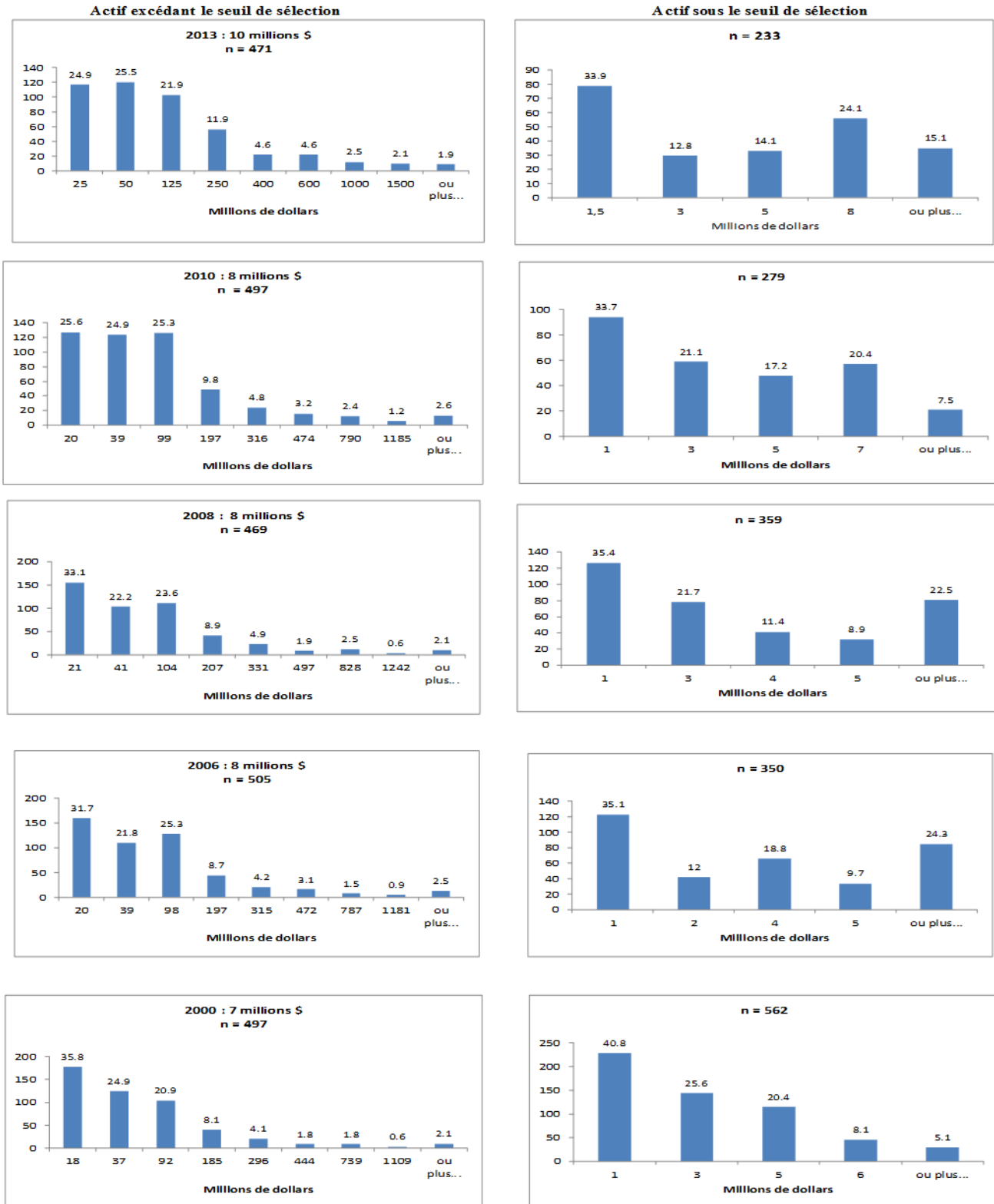


Figure 1c
Comparaison des régimes (secteur privé vs. secteurs public et para-public)

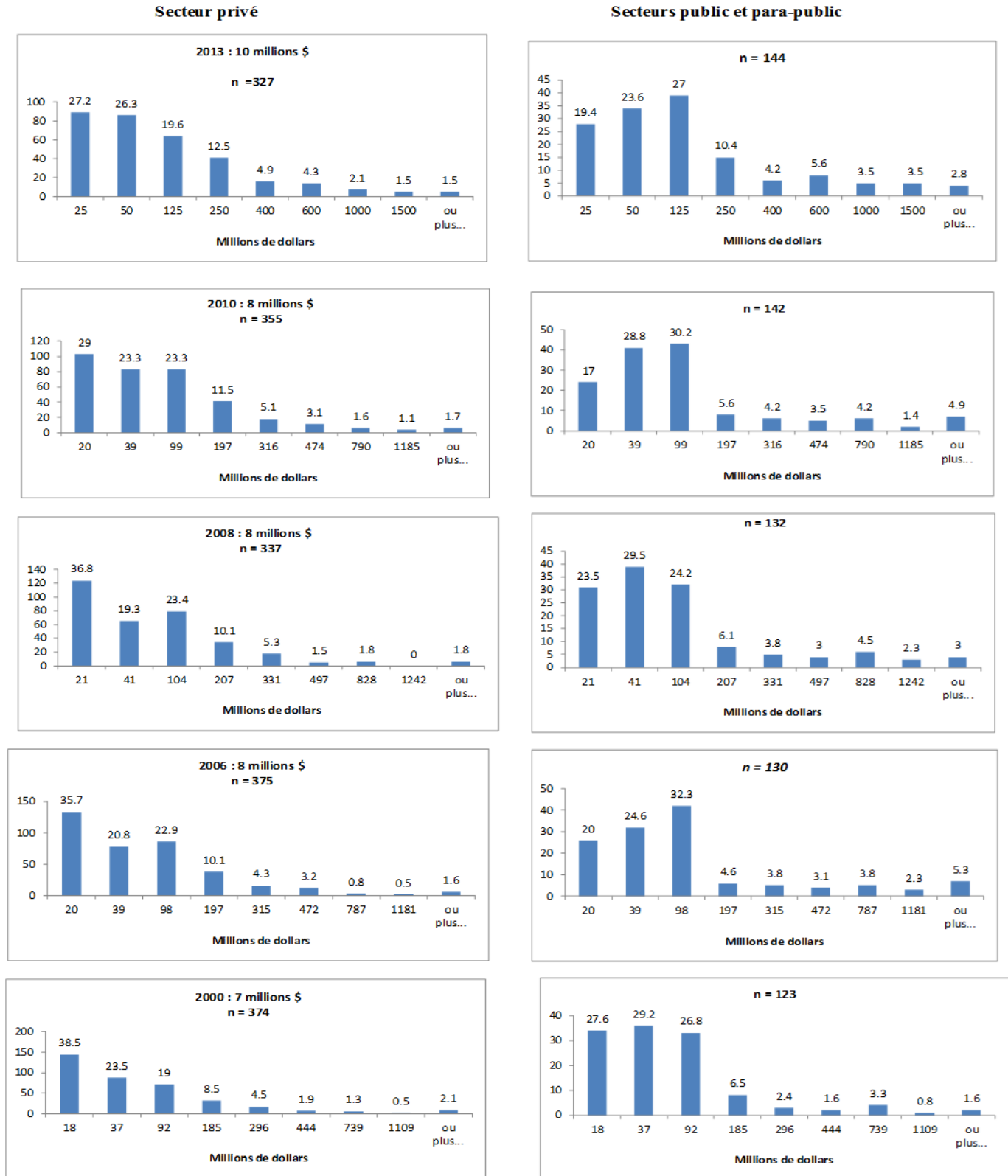
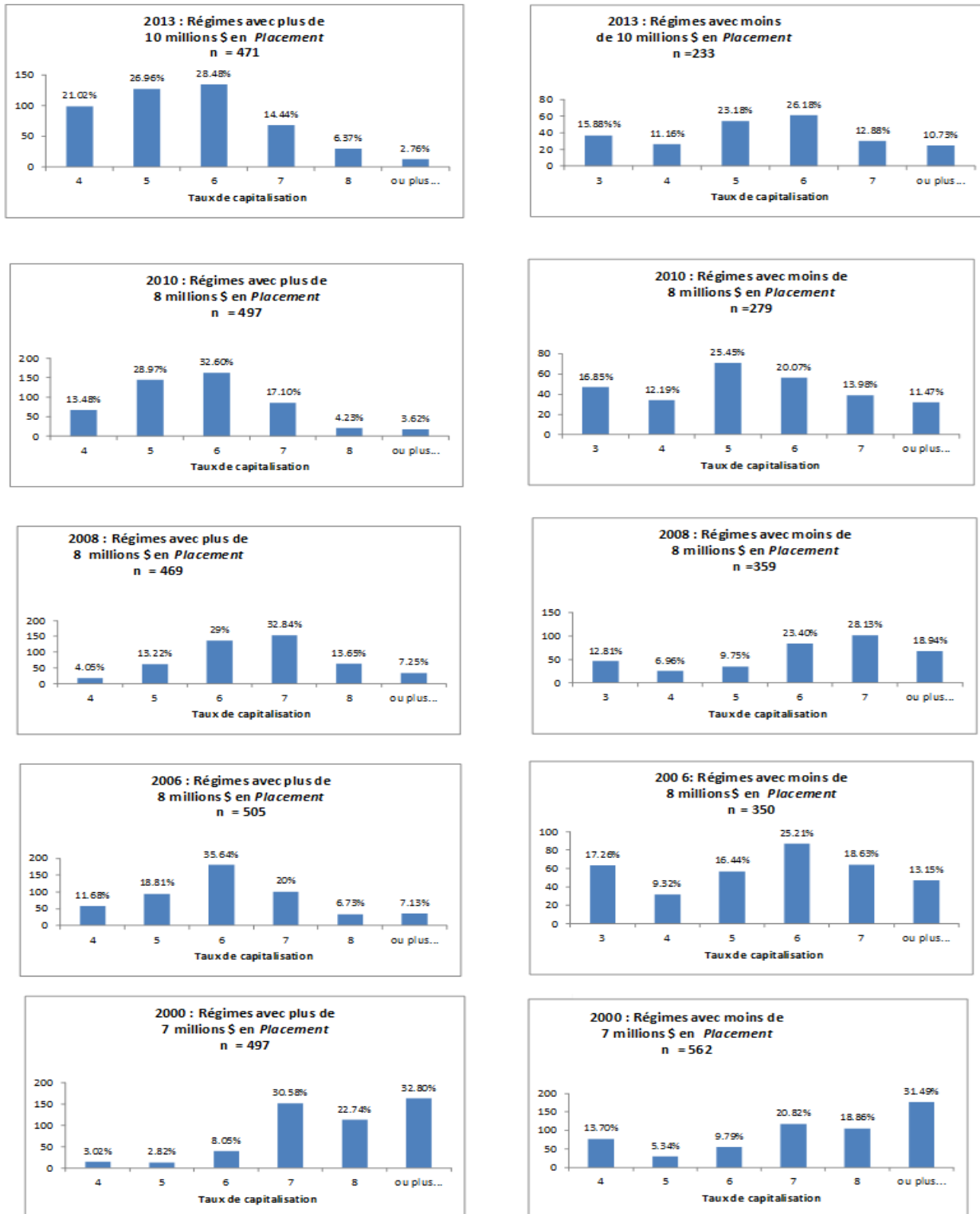


Figure 2
Ratios de capitalisation (%) : années sélectionnées



Les fourchettes de ratios de capitalisation fournies par la RRQ sont les suivantes: 1: < 50%, 2: 50%- 59%, 3: 60%-69%, 4: 70%-79%, 5: 80%-89%, 6: 90%-99%, 7: 100%-109%, 8: 110%-119%, 9: 120% +

Tableau 1a
Régimes enregistrés auprès de la RRQ : Rendements annuels

	Régimes de petite taille			Régimes de taille moyenne			Régimes de grande taille		
	a	b	c	a	b	c	a	b	c
2013									
<i>Moyenne</i>	13.4	14.4	14.1	12.4	14.5	12.5	10.1	12.7	13.9
<i>Ec. Type</i>	4.9	6.8	7.7	5.0	14.3	3.7	7.8	3.0	2.9
2012									
<i>Moyenne</i>	8.4	9.2	10.6	8.5	8.7	8.2	8.5	9.0	9.2
<i>Ec. Type</i>	1.8	2.7	13.2	1.6	1.8	1.8	1.6	1.9	0.9
2011									
<i>Moyenne</i>	0.6	0.6	1.8	2.1	2.6	4.2	1.3	4.5	3.3
<i>Ec. Type</i>	3.1	3.7	4.8	5.3	3.3	4.1	3.6	8.1	3.3
2010									
<i>Moyenne</i>	8.8	9.1	9.2	10.3	9.9	11.2	10.9	11.7	11.0
<i>Ec. Type</i>	2.0	2.0	2.4	2.9	1.1	1.3	1.9	0.6	1.4
2009									
<i>Moyenne</i>	14.7	14.9	14.8	15.1	15.5	14.6	15.6	17.9	13.2
<i>Ec. Type</i>	3.8	3.7	4.0	3.2	3.1	2.4	4.8	3.6	3.8
2008									
<i>Moyenne</i>	-13.5	-13.8	-14.5	-14.8	-15.7	-15.9	-17.2	-16.6	-16.7
<i>Ec. Type</i>	5.2	4.4	4.9	4.9	4.0	1.4	6.7	5.8	4.1
2007									
<i>Moyenne</i>	1.4	1.3	1.8	1.9	1.9	1.5	2.2	3.1	3.2
<i>Ec. Type</i>	1.8	2.2	2.1	1.3	1.9	2.6	1.5	1.6	1.1
2006									
<i>Moyenne</i>	12.2	12.8	12.4	13.2	12.6	11.1	12.5	13.0	12.5
<i>Ec. Type</i>	2.5	2.4	2.6	2.3	1.5	2.5	1.8	1.1	1.4
2005									
<i>Moyenne</i>	11.7	12.1	11.7	11.5	12.4	10.8	11.1	12.0	12.9
<i>Ec. Type</i>	2.6	2.5	2.5	2.6	2.2	2.3	1.0	2.0	1.1
2004									
<i>Moyenne</i>	9.8	9.9	9.9	10.4	10.4	10.1	9.7	11.3	11.7
<i>Ec. Type</i>	2.2	1.8	2.1	1.9	0.9	1.2	1.6	0.2	4.5
2003									
<i>Moyenne</i>	12.8	13.4	13.0	14.3	13.9	12.7	15.5	18.5	11.6
<i>Ec. Type</i>	3.4	2.9	3.3	2.9	3.1	3.1	2.0	1.4	7.4
2002									
<i>Moyenne</i>	-3.1	-3.6	-3.5	-3.5	-3.7	-6.4	-4.7	-3.5	-4.5
<i>Ec. Type</i>	4.7	4.3	4.0	3.3	3.2	4.1	2.1	2.5	4.5
2001									
<i>Moyenne</i>	0.8	0.6	0.4	0.3	-0.4	-0.9	-0.6	-1.1	-1.3
<i>Ec. Type</i>	4.0	3.8	3.7	2.9	2.5	3.4	1.1	1.0	3.4
2000									
<i>Moyenne</i>	10.7	10.0	9.3	10.8	8.9	8.4	7.4	7.1	7.1
<i>Ec. Type</i>	5.4	5.2	5.0	5.3	3.3	2.7	2.7	1.0	4.1

Moyenne et écart-type des rendements annuels par catégorie de taille de régime.

Tableau 1b

Régimes enregistrés auprès de la RRQ : rendements pour années sélectionnées

	Régimes de petite taille			Régimes de taille moyenne			Large Funds		
	a	b	c	a	b	c	a	b	c
2013									
<i>Q1</i>	10.8	10.7	10.7	10.5	9.5	10.1	8.3	10.5	13.4
<i>Q2</i>	14.0	14.2	14.2	12.8	12.9	12.5	12.6	14.1	14.7
<i>Q3</i>	15.8	17.0	16.6	15.1	14.1	14.9	14.0	14.8	15.8
<i>Moyenne</i>	13.4	14.4	14.1	12.4	14.5	12.5	10.1	12.7	13.9
<i>Ec. Type</i>	4.9	6.8	7.7	5.0	14.3	3.7	7.8	3.0	2.9
2010									
<i>Q1</i>	7.3	7.6	7.6	8.9	9.2	10.3	9.8	11.1	10.0
<i>Q2</i>	8.7	8.9	8.8	9.6	10.3	11.4	10.3	11.5	10.7
<i>Q3</i>	9.8	9.9	10.1	10.9	10.7	12.1	11.7	12.3	11.3
<i>Moyenne</i>	8.8	9.1	9.2	10.3	9.9	11.2	10.9	11.7	11.0
<i>Ec. Type</i>	2.0	2.0	2.4	2.9	1.1	1.3	1.9	0.6	1.4
2008									
<i>Q1</i>	-16.2	-16.3	-17.8	-18.1	-18.7	-16.6	-21.2	-23.2	-19.0
<i>Q2</i>	-13.7	-13.7	-14.3	-15.0	-15.7	-16.4	-19.1	-13.4	-17.7
<i>Q3</i>	-11.6	-11.5	-11.3	-11.3	-13.0	-14.9	-14.6	-13.0	-13.6
<i>Moyenne</i>	-13.5	-13.8	-14.5	-14.8	-15.7	-15.9	-17.2	-16.6	-16.7
<i>Ec. Type</i>	5.2	4.4	4.9	4.9	4.0	1.4	6.7	5.8	4.1
2006									
<i>Q1</i>	11.0	11.5	10.6	11.5	11.6	9.9	11.0	12.1	11.8
<i>Q2</i>	11.8	12.4	12.0	12.9	12.4	11.4	13.1	13.4	12.9
<i>Q3</i>	13.4	14.3	13.6	14.5	13.1	13.0	13.7	13.9	13.0
<i>Moyenne</i>	12.2	12.8	12.4	13.2	12.6	11.1	12.5	13.0	12.5
<i>Ec. Type</i>	2.5	2.4	2.6	2.3	1.5	2.5	1.8	1.1	1.4
2000									
<i>Q1</i>	7.3	7.0	6.3	6.9	7.1	5.9	6.5	6.0	5.4
<i>Q2</i>	9.7	9.1	9.4	10.5	8.5	7.4	7.0	7.3	7.4
<i>Q3</i>	13.4	12.8	11.9	13.5	10.9	10.3	9.6	7.8	10.7
<i>Moyenne</i>	10.7	10.0	9.3	10.8	8.9	8.4	7.4	7.1	7.1
<i>Ec. Type</i>	5.4	5.2	5.0	5.3	3.3	2.7	2.7	1.0	4.1

Rendements annuels (quartiles, moyenne et écart-type). Les catégories de régimes sont décrites dans la section 4.1.

Tableau 1c
Analyse comparative des rendements (privé vs. public et para-public)

	Régimes de petite taille			Régimes de taille moyenne			Régimes de grande taille		
	a	b	c	a	b	c	a	b	c
Privé									
2013									
<i>Moyenne</i>	13.2	13.0	12.4	11.9	10.9	12.3	6.3	12.3	13.0
<i>Ec.type</i>	5.1	4.9	5.5	5.5	3.3	3.9	8.1	2.6	3.7
2010									
<i>Moyenne</i>	8.9	9.5	9.6	10.5	10.0	11.0	10.7	11.5	11.3
<i>Ec.type</i>	2.1	2.1	2.7	3.1	1.1	1.4	2.6	0.6	1.6
2008									
<i>Moyenne</i>	-13.5	-14.7	-12.6	-14.7	-15.6	-15.3	-15.1	-	-18.1
<i>Ec.type</i>	5.5	4.5	4.6	5.0	4.0	1.5	8.4	-	4.6
2006									
<i>Moyenne</i>	12.2	12.5	12.5	13.4	12.4	10.8	12.1	12.9	12.8
<i>Ec.type</i>	2.5	2.4	2.4	2.4	1.2	2.8	2.1	1.7	1.0
2000									
<i>Moyenne</i>	10.7	10.0	9.5	10.7	8.6	7.9	5.7	6.9	6.1
<i>Ec.type</i>	5.7	5.5	5.0	5.6	3.2	2.6	2.0	1.3	4.1
Public et para-public									
2013									
<i>Moyenne</i>	14.0	17.8	17.0	13.9	12.8	12.8	15.3	13.1	15.0
<i>Ec.type</i>	4.1	9.3	9.8	3.0	2.7	3.4	3.1	3.7	0.6
2010									
<i>Moyenne</i>	8.3	8.3	8.3	9.8	9.6	11.6	11.1	12.0	10.7
<i>Ec.type</i>	1.4	1.7	1.4	1.9	1.2	1.3	1.1	0.6	1.2
2008									
<i>Moyenne</i>	-13.4	-12.2	-15.3	-15.6	-16.3	-16.7	-19.3	-16.6	-14.6
<i>Ec.type</i>	3.5	3.8	4.8	4.3	4.3	0.5	4.0	5.8	2.5
2006									
<i>Moyenne</i>	12.6	13.5	12.3	12.0	13.2	12.1	12.7	13.1	12.3
<i>Ec.type</i>	2.9	2.6	2.9	1.0	2.4	1.0	1.8	0.9	1.7
2000									
<i>Moyenne</i>	10.5	9.8	9.0	11.3	10.4	10.0	9.5	7.3	10.8
<i>Ec.type</i>	4.1	4.4	5.0	4.5	3.9	3.6	1.5	-	1.0

Rendements annuels (moyenne et écart-type). Les catégories de régimes sont décrites en section 4.1

Tableau 2a
Allocation d'actif par année sélectionnée

	Régimes de petite taille			Régimes de taille moyenne			Régimes de grande taille		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2013									
<i>Obligations</i>	37.6	38.2	39.7	40.5	38.5	36.6	46.1	37.0	32.7
<i>Actions canadiennes</i>	22.2	20.7	20.4	20.8	17.9	19.0	19.5	15.7	21.0
<i>Actions étrangères</i>	26.7	29.3	28.8	29.4	27.8	32.4	26.1	34.3	26.8
<i>Fonds Equilibrés</i>	9.2	6.3	4.7	2.1	7.1	1.5	0.8	0.1	0.0
<i>Immobilier</i>	1.2	1.5	1.3	1.7	2.3	4.9	2.2	2.6	5.9
<i>Autres</i>	1.3	0.7	1.4	2.7	3.6	2.9	1.8	5.4	10.2
2010									
<i>Obligations</i>	35.5	38.2	39.0	38.9	38.3	39.6	41.3	35.1	37.2
<i>Actions canadiennes</i>	26.4	24.7	24.7	24.9	24.8	20.5	22.9	21.7	22.9
<i>Actions étrangères</i>	21.5	26.5	26.7	27.4	26.7	27.2	29.0	32.7	26.3
<i>Fonds Equilibrés</i>	12.8	6.4	4.6	2.1	4.9	1.9	0.3	0.2	0.0
<i>Immobilier</i>	0.7	0.5	0.4	0.3	0.8	3.4	2.1	0.8	3.4
<i>Autres</i>	0.8	0.7	1.1	2.3	2.2	4.9	1.8	3.7	6.1
2008									
<i>Obligations</i>	40.0	40.5	43.3	44.8	43.3	41.8	45.3	46.6	39.0
<i>Actions canadiennes</i>	21.1	21.1	21.1	21.6	19.6	18.3	18.5	18.6	21.8
<i>Actions étrangères</i>	20.5	23.7	24.7	24.4	24.0	24.4	25.6	22.5	24.3
<i>Fonds Equilibrés</i>	12.4	6.3	3.6	1.2	6.0	0.2	0.4	0.0	0.0
<i>Immobilier</i>	0.4	0.2	0.3	0.6	1.1	4.3	1.5	2.0	4.2
<i>Autres</i>	0.8	0.6	2.0	2.4	0.9	6.7	3.4	5.0	5.9
2006									
<i>Obligations</i>	31.9	36.6	37.2	33.4	35.7	35.3	36.2	31.8	35.7
<i>Actions canadiennes</i>	24.8	27.4	28.7	28.4	31.1	24.1	25.9	32.5	26.4
<i>Actions étrangères</i>	20.2	24.1	25.3	26.8	24.5	24.0	31.6	28.1	26.6
<i>Fonds Equilibrés</i>	18.7	7.8	3.2	6.0	2.4	0.4	0.4	0.2	0.0
<i>Immobilier</i>	0.2	0.1	0.4	0.2	1.1	1.8	0.0	2.7	2.9
<i>Autres</i>	0.6	0.3	1.8	1.6	1.9	1.6	0.4	0.0	3.8
2000									
<i>Obligations</i>	34.6	37.2	37.4	38.9	40.8	40.5	36.3	39.5	35.1
<i>Actions canadiennes</i>	30.8	33.5	34.1	33.8	31.1	28.1	36.7	31.7	31.2
<i>Actions étrangères</i>	14.5	15.6	17.5	19.0	21.2	20.0	16.2	21.6	27.0
<i>Fonds Equilibrés</i>	15.9	7.6	5.5	2.6	0.7	0.9	0.9	0.0	0.0
<i>Immobilier</i>	0.1	0.2	0.2	0.4	1.0	1.0	2.6	1.7	1.9
<i>Autres</i>	0.2	0.4	0.3	0.2	0.4	1.7	2.0	1.0	0.4

Les composantes sont en %. L'encaisse n'est pas indiquée. Les catégories de régimes sont décrites dans la section 4.1.

Tableau 2b
Placement: régimes des secteurs privé, public et para-public

	Régimes de petite taille			Régimes de taille moyenne			Régimes de grande taille		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Privé									
2013									
<i>Obligations</i>	37.6	38.6	40.7	41.1	39.7	38.0	54.8	41.0	36.3
<i>Immobilier</i>	1.0	1.1	1.2	1.6	1.1	2.8	0.4	3.0	5.1
<i>Autres</i>	1.6	0.8	2.0	3.4	4.3	2.7	0.3	2.3	12.6
2010									
<i>Obligations</i>	35.8	38.6	38.8	38.7	38.4	42.2 #	48.9	37.8	39.0
<i>Immobilier</i>	0.8	0.5	0.4	0.4	0.4	1.5 #	1.7	1.2	2.2
<i>Autres</i>	0.9	1.0	1.5	2.4	2.6	3.1 #	1.0	0.6	7.1
2000									
<i>Obligations</i>	34.9	37.8	36.4	39.1	41.4	41.7	34.5	42.2	33.4
<i>Immobilier</i>	0.1	0.3	0.2	0.4	1.2	1.2	1.3	2.5	1.3
<i>Autres</i>	0.2	0.2	0.1	0.2	0.5	2.2	1.4	1.5	0.5
Public et para-public									
2013									
<i>Obligations</i>	37.6	37.2	38.0	38.8	35.5	34.3	33.8	32.9	28.3
<i>Immobilier</i>	1.7	2.3	1.5	1.8	5.3	8.6	4.6	2.3	7.0
<i>Autres</i>	0.3	0.5	0.5	0.7	1.5	3.3	4.1	8.5	7.2
2010									
<i>Obligations</i>	34.1	37.4	39.3	39.9	37.9	33.9	33.7	29.8	35.6
<i>Immobilier</i>	0.4	0.6	0.5	0.0	2.0	7.5	2.5	0.0	4.4
<i>Autres</i>	0.2	0.1	0.2	1.6	1.3	9.0	2.5	9.9	5.4
2000									
<i>Obligations</i>	33.1	35.6	39.7	38.3	37.3	36.2	38.6	34.2	41.7
<i>Immobilier</i>	0.1	0.0	0.3	0.5	0.0	0.0	4.2	0.0	4.6
<i>Autres</i>	0.2	0.8	0.9	0.0	0.0	0.0	2.9	0.0	0.0

Composantes de la catégorie Total Placement en % de ce nombre. L'attribution des régimes aux différentes catégories est décrite à la section 4.1.

Tableau 3a
Gouvernance (%)

	Régimes de petite taille			Régimes de taille moyenne			Régimes de grande taille		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2013									
<i>Ratio de capitalisation</i>	5.6	5.7	5.7	5.6	5.2	5.4	5.7	4.9	6.1
<i>Ratio de solvabilité</i>	4.0	4.1	4.1	3.8	3.8	4.2	4.3	4.0	3.9
2012									
<i>Ratio de capitalisation</i>	5.4	5.4	5.4	5.2	5.1	5.3	5.3	4.8	5.8
<i>Ratio de solvabilité</i>	4.0	4.2	4.1	3.8	3.9	4.1	4.0	4.4	3.8
2011									
<i>Ratio de capitalisation</i>	5.7	5.7	5.6	5.6	5.4	5.6	5.1	5.4	5.8
<i>Ratio de solvabilité</i>	4.8	4.9	4.7	4.8	4.7	4.8	4.5	5.3	4.5
2010									
<i>Ratio de capitalisation</i>	5.9	5.8	5.8	5.6	5.5	5.6	5.8	5.3	5.6
<i>Ratio de solvabilité</i>	5.1	5.0	5.1	4.9	4.8	5.1	5.3	5.3	4.8
2009									
<i>Ratio de capitalisation</i>	6.4	6.3	6.3	6.1	5.5	6.5	6.1	5.8	6.3
<i>Ratio de solvabilité</i>	5.6	5.5	5.6	5.6	5.2	5.8	5.9	5.3	5.5
2008									
<i>Ratio de capitalisation</i>	6.6	6.6	6.6	6.4	6.2	5.9	6.6	7.0	7.2
<i>Ratio de solvabilité</i>	5.6	5.9	5.8	5.8	5.9	5.4	6.3	5.7	6.2
2007									
<i>Ratio de capitalisation</i>	6.3	6.6	6.4	6.5	6.3	6.0	6.8	5.2	7.2
<i>Ratio de solvabilité</i>	5.7	6.0	5.9	6.0	5.9	5.3	6.7	4.2	6.5
2006									
<i>Ratio de capitalisation</i>	6.1	6.1	6.0	6.0	6.1	5.9	6.4	5.2	6.5
<i>Ratio de solvabilité</i>	5.7	5.9	5.8	6.0	5.9	5.6	6.6	5.0	6.3
2005									
<i>Ratio de capitalisation</i>	6.0	6.0	5.8	6.0	5.5	5.9	5.7	4.3	6.2
<i>Ratio de solvabilité</i>	5.9	6.0	5.9	6.1	5.6	5.8	6.8	4.0	6.5
2004									
<i>Ratio de capitalisation</i>	6.2	6.3	6.2	5.9	5.5	5.7	5.1	5.5	5.7
<i>Ratio de solvabilité</i>	6.3	6.4	6.3	6.3	5.8	6.1	5.8	5.5	6.1
2003									
<i>Ratio de capitalisation</i>	6.9	6.8	6.6	6.4	5.6	5.4	5.4	5.0	6.5
<i>Ratio de solvabilité</i>	6.9	6.9	6.7	6.6	6.1	6.0	5.9	5.0	7.0
2002									
<i>Ratio de capitalisation</i>	7.3	7.2	7.1	6.7	5.7	6.7	5.8	6.8	8.0
<i>Ratio de solvabilité</i>	7.3	7.3	7.0	6.9	6.1	6.7	6.0	6.6	8.2
2001									
<i>Ratio de capitalisation</i>	7.7	7.5	7.7	7.1	7.1	6.8	6.8	7.3	8.6
<i>Ratio de solvabilité</i>	7.6	7.6	7.7	7.0	7.2	6.9	7.0	6.7	8.4
2000									
<i>Ratio de capitalisation</i>	7.7	7.6	7.9	7.1	7.3	7.2	7.1	5.0	8.4
<i>Ratio de solvabilité</i>	7.5	7.7	7.8	7.2	7.4	7.4	7.1	6.7	8.3

La description des catégories de régimes est décrite dans la section 4.1. Les fourchettes de ratios de capitalisation et de solvabilité de la RRQ sont les suivantes: 1: < 50%, 2: 50%- 59%, 3: 60%-69%, 4: 70%-79%, 5: 80%-89%, 6: 90%-99%, 7: 100%-109%, 8: 110%-119%, 9: 120% +

Tableau 3b
Gouvernance : Années sélectionnées (%)

	Régimes de petite taille			Régimes de taille moyenne			Régimes de grande taille		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2013									
<i>Placement</i>	16,7	36,6	80,2	171,2	305,9	466,1	791,5	1304,1	6997,7
<i>Passif Cap.</i>	15,6	34,5	71,7	170,7	304,9	450,6	795,5	1483,3	6118,5
<i>Rendement</i>	0,13	0,14	0,14	0,12	0,15	0,12	0,10	0,13	0,14
<i>Capitalisation</i>	5,6	5,7	5,7	5,6	5,2	5,4	5,7	4,9	6,1
<i>Solvabilité</i>	4,0	4,1	4,1	3,8	3,8	4,2	4,3	4,0	3,9
<i>Nb. Membres</i>	7,7	8,6	9,9	10,3	11,1	10,8	11,7	14,5	10,9
2010									
<i>Placement</i>	13,4	28,3	65,5	141,5	247,3	358,9	629,1	903,8	4096,4
<i>Passif Cap.</i>	13,1	31,2	66,4	155,0	261,0	374,1	635,6	1068,9	4067,3
<i>Rendement</i>	0,09	0,09	0,09	0,10	0,10	0,11	0,11	0,12	0,11
<i>Capitalisation</i>	5,9	5,8	5,8	5,6	5,5	5,6	5,8	5,3	5,6
<i>Solvabilité</i>	5,1	5,0	5,1	4,9	4,8	5,1	5,3	5,3	4,8
<i>Nb. Membres</i>	7,3	8,7	9,9	9,6	10,3	11,3	12,8	12,0	15,4
2008									
<i>Placement</i>	13,9	29,9	63,6	148,4	261,2	406,1	625,9	1082,7	3928,3
<i>Passif Cap.</i>	19,4	38,8	73,1	170,0	324,5	448,4	850,0	1315,5	4384,0
<i>Rendement</i>	-0,13	-0,14	-0,15	-0,15	-0,16	-0,16	-0,17	-0,17	-0,17
<i>Capitalisation</i>	6,6	6,6	6,6	6,4	6,2	5,9	6,6	7,0	7,2
<i>Solvabilité</i>	5,6	5,9	5,8	5,8	5,9	5,4	6,3	5,7	6,2
<i>Nb. Membres</i>	7,7	8,7	9,5	9,4	11,0	11,0	12,3	10,7	17,6
2006									
<i>Placement</i>	13,0	28,4	61,3	145,7	247,2	373,9	635,6	919,9	3889,3
<i>Passif Cap.</i>	14,9	27,2	50,6	127,1	250,6	331,4	524,5	841,5	3099,9
<i>Rendement</i>	0,12	0,13	0,12	0,13	0,13	0,11	0,13	0,13	0,13
<i>Capitalisation</i>	6,1	6,1	6,0	6,0	6,1	5,9	6,4	5,2	6,5
<i>Solvabilité</i>	5,7	5,9	5,8	6,0	5,9	5,6	6,6	5,0	6,3
<i>Nb. Membres</i>	7,3	8,5	9,3	9,6	10,7	11,9	14,8	13,0	16,1
2000									
<i>Placement</i>	11,4	25,8	57,2	126,4	233,8	375,3	557,0	1005,3	3445,2
<i>Passif Cap.</i>	9,6	20,3	43,8	106,0	230,9	398,1	514,9	590,1	2516,4
<i>Rendement</i>	0,11	0,10	0,09	0,11	0,09	0,08	0,07	0,07	0,07
<i>Capitalisation</i>	7,7	7,6	7,9	7,1	7,3	7,2	7,1	5,0	8,4
<i>Solvabilité</i>	7,5	7,7	7,8	7,2	7,4	7,4	7,1	6,7	8,3
<i>Nb. Membres</i>	6,6	7,4	7,8	9,3	10,3	12,3	10,7	9,3	13,7

Placement: taille du portefeuille moyen, en millions de dollars

Passif cap.: passif actuariel moyen, en millions de dollars

Rendement: rendement annuel moyen (0,11 égale 11%)

Capitalisation: ratio de capitalisation moyen selon les fourchettes de la RRQ

Solvabilité: ratio de solvabilité moyen selon les fourchettes de la RRQ

Nb. Membres: nombre moyen de membres sur le comité de retraite

Tableau 3c
Ratios de capitalisation et de solvabilité moyens
par secteur et par catégorie de taille (années sélectionnées)

	Régimes de petite taille			Régimes de taille moyenne			Régimes de grande taille		
	a	b	c	a	b	c	a	b	c
Privé									
2013									
Capitalisation	5.7	5.8	6.2	6.0	5.2	5.7	6.1	5.2	6.0
Solvabilité	4.0	4.1	4.3	4.0	3.7	4.4	4.7	3.8	3.6
2010									
Capitalisation	6.0	5.7	5.8	5.6	5.4	5.6	5.7	5.3	5.0
Solvabilité	5.1	4.9	5.2	5.0	4.8	5.0	5.3	5.3	4.3
2008									
Capitalisation	6.6	6.5	6.6	6.4	6.1	5.6	6.8	-	7.2
Solvabilité	5.6	5.8	5.9	5.8	5.9	5.0	6.8	-	5.8
2006									
Capitalisation	6.1	6.0	5.9	6.1	5.9	5.8	6.3	6.0	6.2
Solvabilité	5.7	5.8	5.8	6.0	5.8	5.2	6.3	5.5	5.7
2000									
Capitalisation	7.8	7.5	8.0	7.3	7.5	7.9	8.2	5.0	8.4
Solvabilité	7.6	7.7	7.7	7.4	7.5	5.5	8.0	7.0	8.1
Public et para-public									
2013									
Capitalisation	5.5	5.3	5.0	4.3	5.2	4.8	5.0	4.6	6.3
Solvabilité	4.2	4.1	3.8	3.3	4.0	3.9	3.8	4.2	4.3
2010									
Capitalisation	5.7	6.1	5.7	5.3	5.8	5.6	5.8	5.5	6.1
Solvabilité	5.2	5.2	4.8	4.5	4.7	5.2	5.3	5.5	5.1
2008									
Capitalisation	6.7	6.8	6.5	6.5	6.6	6.3	6.3	7.0	7.3
Solvabilité	5.6	6.0	5.3	5.6	5.8	6.0	5.8	5.7	6.8
2006									
Capitalisation	6.2	6.3	6.3	5.5	6.8	6.5	6.4	4.7	6.7
Solvabilité	5.7	6.1	5.8	5.7	6.0	6.8	6.8	4.7	6.9
2000									
Capitalisation	7.3	7.6	7.7	6.3	6.0	5.0	5.8	5.0	8.5
Solvabilité	7.2	7.8	7.9	6.5	7.0	8.0	6.0	6.0	9.0

Ratios de capitalisation et de solvabilité moyens. Les catégories de régimes sont décrites à la section 4.1

1: < 50, 2: 50- 59, 3: 60-69, 4: 70-79, 5: 80-89, 6: 90-99, 7: 100-109, 8: 110-119, 9: 120 +

Volet C

Points de vue

Section 5 Analyse qualitative d'opinions émises par des acteurs du monde des régimes de retraite québécois

Dans cette section, nous présentons une synthèse des différents points de vue émis par les acteurs du monde des régimes de retraite rencontrés en entretien. Nous définissons tout d'abord le contexte en termes d'encadrement juridique qui a guidé les commentaires de nos répondants (5.1). Par la suite, nous présentons la méthodologie utilisée pour la conduite des entretiens et leur synthèse (5.2). Enfin, nous présentons l'essence des remarques émises par nos répondants, lesquelles sont regroupées en 10 thèmes :

- Une gouvernance à géométrie variable (5.3)
- L'avènement du comité de placement (5.4)
- Vers un nouveau modèle de gouvernance (5.5)
- Taille du régime et modèle de gestion (5.6)
- Tensions entre les acteurs et incidence sur les rendements (5.7)
- Une gestion de portefeuille focalisée sur les indices de référence (5.8)
- Les membres du comité de retraite face à un univers des placements en évolution (5.9)
- La gestion des risques : un nouveau défi (5.10)
- Les compétences des membres du comité de retraite : un enjeu (5.11)
- Gestionnaires de portefeuille, consultants et fiduciaires : une configuration d'acteurs sous tension (5.12)

5.1 Contexte : encadrement juridique

Notre analyse qualitative de la gouvernance des caisses de retraite est effectuée dans le contexte québécois, lequel est régi par la Loi sur les régimes complémentaires de retraite. Le chapitre X1 de la loi (administration d'un régime) précise les paramètres de la gouvernance des régimes ainsi que ceux de la gestion des placements.

Essentiellement, selon la loi québécoise, un régime de retraite doit être administré par un comité de retraite composé d'au moins 1) un membre représentant les participants actifs du régime, 2) un membre représentant les participants non actifs et bénéficiaires et 3) un membre indépendant (non lié au régime). La loi souligne que le comité de retraite joue un rôle de fiduciaire. Par conséquent, les membres du comité de retraite doivent agir avec diligence, prudence et compétence en toute honnêteté dans l'intérêt des participants et bénéficiaires du régime. Aussi, les fiduciaires se doivent d'utiliser les compétences qu'ils

pourraient posséder dans l'accomplissement de leur devoir. Le fiduciaire se doit également d'agir avec prudence lorsqu'il fait appel à un expert. La durée du mandat d'un fiduciaire est de trois, durée au-delà de laquelle son mandat peut être renouvelé.

La loi stipule que le comité de retraite doit définir un règlement dictant ses procédures et ses méthodes de gouvernance. Ce règlement doit décrire les rôles et responsabilités des fiduciaires ; la déontologie du comité ; les procédures de désignation des postes clefs de présidence et autre ; le déroulement et la fréquence des réunions ; les procédures de formation des fiduciaires ; la gestion du risque ; les documents à produire ; les mesures de sélection, rémunération et contrôle des intervenants externes ; ainsi que les différentes normes relatives à la communication avec les bénéficiaires. Le comité de retraite peut déléguer ses responsabilités à des prestataires de services ou/et à toute autre personne choisie. Les délégués sont sujets aux mêmes réglementations que les fiduciaires. Les délégués se doivent de faire des rapports réguliers aux fiduciaires et ne sont pas responsables des conséquences d'événements survenus alors que ces derniers en avaient informé les fiduciaires. Tous les membres du comité sont responsables des décisions prises, qu'ils soient présents ou non lors de la prise de décision, à moins qu'ils n'aient ouvertement exprimé leur désaccord.

Les fiduciaires doivent informer les autres membres du comité de tout conflit d'intérêt pouvant compromettre la conduite de leurs fonctions. Ces conflits doivent être documentés. Les fiduciaires ne reçoivent pas de salaire pour leur fonction. Cela étant dit, les dépenses encourues dans la poursuite de leurs fonctions sont prises en charge par le fond de pension. Finalement, seul le comité de retraite, les délégués ou les participants au fond (dans certains cas) peuvent décider des choix d'allocation des actifs du fond. Les choix d'investissement se doivent d'être en accord avec les politiques de gestion d'actif du régime. D'autres exigences de reddition des comptes auprès des participants et bénéficiaires sont également prévues dans la loi.

D'un point de vue de gouvernance des régimes de retraite, la législation québécoise contraste fortement avec la législation ontarienne. En effet, alors que la loi québécoise mentionne expressément que le régime est administré par un comité de retraite, la loi ontarienne spécifie qu'un régime de retraite est admissible à l'enregistrement si il est administré par un administrateur qui peut être un comité de retraite représentant l'employeur et les membres du régime mais qui peut également être un employeur seul ou un groupe d'employeurs (régime multi-employeurs), une société d'assurance, un comité de retraite représentant les membres du régime, une entité désignée par l'assemblée législative ou une personne désignée expressément par le Superintendant responsable de l'application de la loi (*Pension Benefit Act R.S.O. 1990, Chapter P.8*).

Le contraste est également important avec la législation fédérale. En effet, l'article 6. (1) de la Loi de 1985 sur les normes de prestation de pension (L.R.C. (1985), ch. 32 (2^e suppl) mentionne que « *L'administrateur d'un régime de pension est :*

- *a) dans le cas d'un régime interentreprises institué en application d'une ou de plusieurs conventions collectives, l'organe de gestion constitué, conformément aux dispositions du régime de pension ou de cette ou ces conventions collectives, pour gérer le régime;*
- *b) dans le cas de tout autre régime interentreprises, le comité des pensions constitué, conformément aux dispositions du régime de pension et à l'article 6.1, pour gérer le régime;*
- *c) dans le cas de tout autre régime de pension, l'organe de gestion désigné dans le régime de pension ou dans la convention collective par les parties liées par une convention collective ou, à défaut, l'employeur. »*

Par conséquent, selon la législation fédérale, la gouvernance des régimes de retraite mis sur pied par des entreprises ayant un régime de retraite et des employés non couverts par une convention collective est à la discrétion de la direction de l'entreprise.

Par conséquent, il faudra garder à l'esprit ces différences dans toute interprétation et extension de nos analyses quantitative et qualitative.

5.2 Méthodologie

Le volet qualitatif de notre analyse repose sur une série d'entretiens réalisées avec différents acteurs du monde des régimes de retraite : membres de comités de retraite, actuaires, gestionnaires de portefeuille, conseillers financiers experts, professionnels de la gestion de régime de retraite. L'objectif principal visé par ces entretiens est de mieux comprendre le processus de prise de décision au sein des comités de retraite, notamment en matière de gestion de portefeuille. En d'autres termes, à défaut d'observer directement des rencontres de comités de régimes de retraite, il s'agit d'inférer la face cachée de leur gouvernance à partir d'opinions, commentaires et remarques effectués par des participants à ces débats. Un second objectif est de mieux comprendre comment les caisses de retraite ont fait face aux enjeux institutionnels et socio-économiques qui ont marqué le début du XXI^{ème} siècle.

À cet effet, et dans l'esprit de recherches antérieures poursuivant des buts similaires, une grille d'entretien semi-structuré fut élaborée (voir annexe 1) (Campbell et Magnan, 2014; St-Onge, Magnan, Raymond et Thorne, 2001).

Au total, 28 personnes ont été rencontrées (voir annexe 2). Tous les entretiens ont été réalisés par deux ou trois membres de l'équipe de recherche et ont duré en général environ 60 minutes, certains entretiens allant même jusqu'à deux heures. La plupart des entretiens ont été enregistrés et des notes ont été systématiquement prises pour toutes les rencontres. La synthèse des entretiens ainsi que les points de réflexion qui suivent résultent d'une comparaison des notes prises par les membres de l'équipe de recherche ainsi que d'une réécoute des entretiens. Les personnes rencontrées ont en général une grande expérience dans le domaine et occupent des postes décisionnels au sein de leurs organisations respectives. Toutes ont eu une interface avec des comités de régime de retraite, directement en tant que membres du comité ou professionnels de la gestion des caisses, et indirectement en tant que conseiller, consultant, représentant syndical, etc.

5.3 Une gouvernance à géométrie variable

En dépit du fait que le texte législatif soit le même pour toutes les organisations sous juridiction provinciale (sauf exceptions), les modèles de gouvernance varient énormément d'une organisation à l'autre. Cette diversité implique que les rôles des membres des comités de retraite varient d'une organisation à l'autre.

Un premier constat qui découle des entretiens est à l'effet que les structures de gouvernance des caisses de retraite québécoises varient et que certains facteurs semblent déterminer ces structures. En effet, au cours des entretiens, il ressort que les structures de gouvernance des entreprises privées divergent de manière importante des structures de gouvernance des organismes publics et parapublics. Dans ce sens, l'un des répondants affirme qu'au Québec, chaque régime de retraite est unique, alors qu'une seule et même loi régit tous les régimes. Chaque régime a son propre règlement interne et sa propre structure de gouvernance.

Certains répondants expliquent que, dans le cadre des entreprises privées, l'employeur est plus impliqué dans la gouvernance du régime et exerce un poids important sur le processus décisionnel. Ici, l'un des répondants affirme que, dans le cadre des entreprises privées, le chef des finances (« CFO ») est souvent responsable de la gestion de la caisse de retraite et ce dernier est plus proactif en ce qui concerne la gestion et la réduction du risque que ne le seraient des directeur financiers d'organismes publics et parapublics.

Un exemple de structure de gouvernance d'une entreprise privée de taille relativement importante suggère que l'employeur peut en effet détenir le pouvoir décisionnel lié à la caisse de retraite dont il assure l'entière gestion. Par suite de la crise de 2008, cette entreprise a décidé de créer une structure de gouvernance qui donne l'entière gestion de la caisse à l'employeur. Ainsi, la gouvernance de la caisse de retraite se divise entre des

mécanismes de gouvernance formels constitués du comité de retraite et du comité de placement et d'une gouvernance informelle de surveillance formée d'un comité directeur et d'un comité responsable de la gestion du risque. Le comité directeur est exclusivement constitué de membres issus de l'employeur soit le chef des finances, le responsable de la gestion des risques de l'entreprise et du chef des opérations. Ce comité n'intervient pas dans la prise de décision des comités de retraite et de placement mais reste informé des décisions prises. Cela étant dit, certains membres du conseil d'administration de l'entreprise siègent au comité de retraite. Le comité de gestion du risque surveille le déroulement des transactions importantes. Ce comité est formé d'un membre du comité de placement, du chef de la gestion des risques de l'entreprise ainsi que d'employés experts à l'intérieur de l'entreprise (p.ex., trésorier).

À l'inverse des entreprises privées, dans les organismes publics et parapublics, la prise de décision tend à être plus paritaire entre les employés et l'employeur. Parfois, l'on remarque même un poids important des employés sur la prise de décision lorsque ces derniers sont issus de syndicats influents. Ainsi, dans le cadre de caisses de retraite des secteurs public et para-public, on remarque que la prise de décision de certains comités de retraite est largement détenue par les représentants employés. Plusieurs répondants expliquent que le comité de retraite est souvent formé d'un membre issu de chaque syndicat et d'un nombre égal de représentants de l'employeur afin de conserver la parité des membres. Cela étant dit, à cause de certaines tensions liées à la relation employeur/employés et au poids de certains syndicats, la parité des membres ne permet pas toujours de conserver un équilibre dans la prise de décision. En effet, l'un des répondants décrit que, dans le régime de retraite dont il est membre, une table de négociation employeur/syndicats, parallèle au comité de retraite, négocie des points concernant la gestion du régime.

Une autre différence importante entre comités de retraite porte sur leur taille. La présence de multiples syndicats dans de nombreuses structures donne parfois lieu à des comités de retraite constitués de plus de 20 membres. Un des répondants décrit que certaines caisses de retraite sont même divisées par syndicat, chaque syndicat ayant son propre comité de retraite, alors que ces derniers sont issus du même employeur. La présence d'une caisse commune et d'un comité de placement permet de regrouper les intérêts des différents comités de retraite. Toutefois, si une même politique de placement pourra être suivie, elle pourra également être modifiée selon le syndicat.

5.4 L'avènement du comité de placement

Certains des modèles de gouvernance présentés par nos répondants s'éloignent considérablement du modèle mis de l'avant par la loi. De fait, nous constatons que les pouvoirs effectifs des acteurs varient considérablement selon le régime, parfois dans des

directions peu susceptibles d'avoir été à l'esprit du législateur, notamment par la concentration des pouvoirs décisionnels relatifs à la gestion de portefeuille entre les mains d'un comité de placement dont la relation avec le comité de retraite n'est pas aussi simple que celle d'un sous-comité.

De ces structures plus ou moins complexes découle une division des rôles qui peut parfois dévier de l'esprit de la législation québécoise sur la gouvernance des caisses de retraite. En effet, le nombre important d'acteurs impliqués dans la prise de décision, les tensions politiques et les divergences d'intérêts pouvant exister entre les différentes parties présentes, ainsi que le manque d'expertise de certains fiduciaires entraînent parfois une délégation totale des fonctions d'investissement à des (sous-) comités de placement. Ici, notre compréhension de la législation et de la littérature sous-entend que le rôle de fiduciaire implique que le comité de retraite doit être responsable de la définition des politiques de placement dans l'intérêt des participants. Cependant, il semble que cela ne soit pas systématique.

Ainsi, dans de nombreuses caisses, les fonctions de définition des politiques de placement, d'allocation des portefeuilles d'actifs, de gestion du risque et de choix et suivi des gestionnaires sont déléguées à un comité de placement ou à une équipe de gestion interne ou aux deux. Les comités de placement sont formés de membres dont les connaissances sont plus sophistiquées : de fait, il s'agit souvent de gestionnaires financiers ou d'actuaire à la retraite. En outre, dans de tels cas, les comités de placement sont appuyés par des équipes de gestion internes constituées d'experts en placement. Cela implique cependant une taille plus ou moins importante de la caisse de retraite permettant l'allocation de ressources à ces fonctions. Lorsque ces fonctions existent, les répondants avancent que les décisions liées à l'investissement sont en bout de ligne prises par le comité de placement. Les équipes de gestion internes, quant à elles, sont un soutien au comité de placement et leur rôle varie d'une caisse à l'autre. Ainsi, dans certains cas, l'équipe de gestion peut aussi détenir un pouvoir décisionnel. Ici, ces équipes choisissent et évaluent les gestionnaires et peuvent même parfois être chargées de décider des politiques de placement. Dans d'autres cas, leur rôle se limite à opérationnaliser les décisions prises par le comité de placement ou à rassembler l'information nécessaire à la prise de décision par ce dernier.

Le comité de retraite, de son côté, supervise et entérine les choix exercés par le comité de placement. Cependant, il arrive parfois que certaines décisions ne soient pas soumises au comité de retraite. En effet, l'un des répondants affirme que le choix des gestionnaires de placements n'est pas soumis au comité de retraite de la caisse dont il est issu et est du ressort du comité de placement (la décision pourra être déposée pour information au comité de retraite). Dans de tels contextes, certains répondants décrivent aussi que le rôle

du comité de retraite est de gérer les relations avec l'employeur, de décider des cotisations, de définir les budgets de gouvernance et d'assurer le respect des réglementations en vigueur.

Il ressort aussi des entrevues que dans certaines caisses de retraite le comité de placement joue un rôle bien plus important que le comité de retraite quant aux décisions d'investissement et à la gestion des actifs. Le comité de retraite, de son côté, semble être plus réactif concernant les décisions prises, occupant un rôle de superviseur. De fait, l'un des répondants explique que, dans la caisse de retraite dont il fait partie, les décisions d'investissement sont entérinées par le comité de placement, car il est rare que le comité de retraite remette en question les décisions prises par le comité de placement.

La composition du comité de placement est elle-même variable selon le régime. Dans certains régimes, le comité de placement est de fait un sous-comité du comité de retraite, la majorité ou la quasi-totalité de ses membres étant également membres du comité de retraite. La seule exception sera la présence d'un membre expert externe. Par contre, dans d'autres régimes, le contrôle du comité de placement, incluant sa présidence, sont aux mains de membres externes, le plus souvent considérés comme experts. Le mode de nomination des membres de comités de placement reflète également cette diversité des pratiques.

La dévolution de pouvoir au comité de placement ainsi que la présence parfois majoritaire de membres externes non associés au comité de retraite ont un double effet. D'une part, selon des membres de comités de placement, une telle séparation des responsabilités permet au comité de placement de « faire son travail » sans trop d'interférence politique de la part des groupes d'intérêts représentés au comité de retraite. En outre, un tel comité permet de regrouper autour de la table des personnes ayant une connaissance plus approfondie de la gestion de portefeuille et de l'univers des placements. D'autre part, surtout dans les cas où le comité de placement est constitué en majorité de membres externes, il peut se créer une certaine distance entre celui-ci et la réalité telle que perçue par les membres du comité de retraite. À titre d'exemple, un répondant, qui est également président de comité de placement mais non membre du comité de retraite, nous a dit appréhender la rencontre annuelle qu'il a avec le comité de retraite au cours de laquelle il présente le rapport annuel du comité de retraite. De son dire, les débats au comité de retraite sont dominés par les tensions politiques entre membres et entre les groupes d'intérêts représentés et la direction de l'organisation et sont peu pertinents pour lui.

5.5 Vers un nouveau modèle de gouvernance

L'efficacité du modèle de gouvernance mis de l'avant dans la Loi sur les régimes complémentaires de retraite est remise en question par plusieurs acteurs. Plusieurs aspects du texte sont pointés du doigt, notamment l'interface entre le comité de retraite et la gestion de portefeuille. Certains répondants questionnent également la dimension 'politique' des discussions au sein de plusieurs comités de retraite ainsi que les compétences limitées sinon inexistantes de plusieurs membres de comités de retraite, lesquels peuvent devenir alors facilement manipulables.

Au-delà des entretiens, la question du modèle de gouvernance sous-tendant la loi québécoise sera mise en perspective en contrastant ce modèle avec les modèles de gouvernance des principales compétences dotées de régimes de retraite privés à prestations déterminées.

Plusieurs répondants ont questionné la pertinence de l'attribution des rôles de fiduciaires aux employés dans le cadre des caisses de retraite à prestations déterminées. En effet, la loi du Québec se prononce pour une représentation paritaire des employés et de l'employeur dans les comités de retraite. Les comités de retraite sont responsables d'administrer le fonds, de définir les politiques de placement, et d'assurer la mise en œuvre de ces politiques. Cependant, plusieurs répondants affirment que le partage paritaire de la prise de décision liée aux investissements des régimes n'est pas accompagné d'un partage du risque et des coûts du régime. Pour plusieurs caisses de retraite à prestations déterminées, le risque et les coûts liés au régime sont exclusivement pris en charge par l'employeur et les rentes des participants sont en principe garanties par ce dernier. Dans ces situations, le déficit des caisses de retraite est pris en charge et compensé par l'employeur qui peut être amené à augmenter ses cotisations afin de combler le différentiel entre le passif et l'actif. Il en résulte donc que les fiduciaires issus des employés sont amenés à prendre des décisions d'investissement dont ils n'assument pas le risque, ce qui peut les amener à faire abstraction de ce dernier dans leurs décisions. Ce point remet donc en cause l'application de la notion de prudence par des fiduciaires qui, en bout de ligne, ne seraient pas imputables des conséquences de leurs décisions. À cet égard, l'un des répondants affirme que certains fiduciaires adoptent un comportement risqué de maximisation des rendements lorsque ces derniers n'assument pas les conséquences de leurs choix.

Ensuite, plusieurs répondants affirment que la notion de parité, qui oblige la désignation de fiduciaires employés, donne souvent lieu à la sélection d'individus dont les compétences en gestion de placements sont très limitées. Un répondant affirme que même la formation ne peut pallier le manque d'expertise des fiduciaires lorsque ces derniers sont amenés à valider des choix d'investissement qui peuvent parfois être très

complexes. Certains répondants expliquent qu'en pratique, les conflits d'intérêts existants dans les comités de retraite, le manque de compréhension des risques liés à la gestion de portefeuille par les fiduciaires ainsi que le manque d'imputabilité de ces derniers peuvent donner lieu à des décisions d'investissement non alignées aux principes de prudence et aux objectifs du fonds.

À cause de l'importance du risque financier lié à la gestion des caisses de retraite, certains employeurs ont mis en place des mécanismes informels par lesquels ils parviennent à avoir le contrôle des décisions d'investissement. L'un de nos répondants affirme que l'employeur est incité à avoir davantage de poids au sein des comités de retraite par une plus grande représentation. Ici, la parité du comité de retraite n'est pas respectée. D'autres organismes font en sorte que les pouvoirs du comité de retraite soient délégués à l'employeur par la mise en place de sous-comités et d'équipes de gestion internes. Cette situation, surtout présente dans le cadre des entreprises privées de grande taille, semble ne pas être alignée aux rôles et responsabilités des fiduciaires décrits dans la loi. Finalement, de nombreux employeurs se tournent de plus en plus vers des régimes à cotisations déterminées où la part de risque qu'ils assument est quasi nulle.

Certains répondants soulèvent que les régimes de retraite ne sont pas suffisamment réglementés alors que les fonds qu'ils administrent sont conséquents. Par exemple, un répondant explique qu'il n'existe pas de régulation encadrant les choix d'investissement et que le seul concept lié au risque est la notion de prudence. Cependant, la notion de prudence ne permet pas de limiter les prises de décisions risquées et non alignées aux intérêts des participants. D'autres répondants soulèvent que les réglementations restent vagues, donnant lieu à un encadrement limité de la part de la Régie des rentes du Québec.

En conséquence des points soulevés ci-dessus, une majorité de répondants s'accordent à dire qu'il serait pertinent de réviser la législation actuelle sur la gouvernance des régimes de retraite. Ces derniers soutiennent que les fiduciaires doivent être issus de parties qui assument le risque et prennent en charge les coûts associés aux régimes. Ils préconisent donc une représentation des différentes parties au comité de retraite, en fonction de la part de risque assumée par chacun. Certains suggèrent une répartition des coûts et des risques des régimes entre l'employeur et les employés. Cette pratique existe déjà pour quelques régimes et certains répondants affirment qu'elle pousse à une plus grande responsabilisation des fiduciaires et à un meilleur alignement des intérêts des différentes parties. D'autres préconisent que, lorsque l'employeur assume le risque et prend en charge les coûts liés aux caisses de retraite, ce dernier doit lui seul détenir le pouvoir décisionnel lié aux choix d'investissement. En d'autres termes, l'employeur devrait à lui seul exercer les fonctions de fiducie. De plus, certains répondants affirment que la gestion de la caisse par l'employeur permet aussi de réduire les inefficiences liées au manque de

compétences des fiduciaires issus des employés. L'un des répondants ajoute même que les conséquences des décisions prises sont trop importantes pour que ces dernières soient confiées à des particuliers. La création d'une commission d'évaluation et d'enquête dans le but de se renseigner au sujet des meilleures pratiques de gouvernance et structures de gestion pourrait guider l'amélioration des réglementations actuelles.

Finalement, alors que de nombreux organismes s'intéressent de plus en plus aux caisses de retraite à cotisations déterminées, l'un des répondants suggère que leur gouvernance devrait être mieux encadrée. Ce dernier affirme qu'il est préférable d'avoir des fonds équilibrés permettant au participant de migrer d'un fonds à l'autre en fonction de son âge et qu'il faudrait éliminer les caisses individuelles. D'autres répondants rejoignent ce point et affirment que les produits proposés deviennent de plus en plus complexes et donc difficiles à comprendre pour des individus dont les connaissances ne sont pas sophistiquées. Cela étant dit, les caisses de retraite à cotisations déterminées offrent certains avantages, dont le fait que les participants actuels ne sont pas responsables et ne prennent pas en charge les déficits passés. Ainsi, les régimes à cotisations déterminées devraient être encadrés par l'employeur, offrant un nombre limité de choix aux employés. Le régulateur, quant à lui, serait en mesure de valider la qualité de ces choix et la cohérence de ces derniers avec les intérêts des participants.

5.6 Taille du régime et modèle de gestion

De la même manière, les modèles de gestion des régimes de retraite, incluant la gestion de portefeuille, varient considérablement d'un régime à l'autre, d'une gestion interne fortement centralisée à une gestion en pratique complètement externalisée. À cet égard, la taille du régime semble être un facteur déterminant sur plusieurs plans (gouvernance, gestion, expertise, gestion de portefeuille). Le type de modèle de gestion retenu a une incidence non négligeable sur le rôle et le pouvoir effectif du comité de retraite.

Il ressort que le modèle de gestion du régime a une incidence importante sur le recours à l'expertise externe, que ce soit en termes de consultants en investissement, d'actuaire ou de gestionnaires de portefeuille. L'impact de ces actions sur l'écosystème financier québécois et montréalais sera exploré davantage dans notre analyse.

Il ressort des entrevues qu'un contraste existe entre la gouvernance des caisses de retraite de grande taille, jugée plus efficace par la plupart des répondants, et celle des petites caisses, jugée moins efficace par la plupart des répondants. En effet, les caisses de retraite de moindre ampleur, en raison d'un manque de ressources et d'expertise interne, semblent éprouver des difficultés à mettre en place des mécanismes de gouvernance de qualité. Ce constat ressort de la majorité des entrevues.

Plusieurs répondants expliquent que la taille du régime influence sa capacité à effectuer une gestion efficiente de ses actifs. L'un des répondants soutient qu'un régime de taille relativement plus grande encourt moins de coûts de gestion grâce à une économie d'échelle, tend à avoir des politiques de placement plus stables et bénéficie d'un accès à de meilleurs « produits » de placement. En effet, un régime de taille plus grande possède les ressources nécessaires afin d'employer des experts (internes) à temps plein, dont l'expertise couplée à l'expérience au sein du régime permet l'acquisition de compétences parfois plus importantes que celles des consultants. Un autre répondant avance que, lorsque la taille des passifs d'un régime est importante, les employeurs sont davantage incités à allouer des ressources à la mise en place de mécanismes de gouvernance efficaces car la caisse de retraite constitue un risque financier important pour l'entreprise.

De nombreux répondants s'accordent pour dire que le manque de compétence des membres des comités de retraite est en général plus important lorsque la taille du régime est plus petite. Ce manque d'expertise mène souvent à des choix d'investissement et à des stratégies de gestion du risque non compris par les fiduciaires. Ici, l'un des répondants affirme qu'il n'y a pas d'évolution marquée des politiques de placement dans le cadre des caisses de retraite de petite taille. En effet, ces dernières ont tendance à opter pour des méthodes de gestion traditionnelles et ne s'intéressent pas aux gestionnaires de placement de petite taille et aux placements alternatifs.

Le manque de compétence interne au sein des régimes de petite taille est souvent comblé par l'appel à des consultants externes (actuaire) qui exercent une influence décisionnelle importante auprès du comité de retraite. En effet, la majorité des répondants s'accordent à dire que plus le régime de retraite est de petite taille, plus le consultant a du poids sur les décisions. Le consultant devient alors la source d'expertise principale des fiduciaires et guide les choix de ces derniers. Le consultant joue un rôle important autant sur le plan de la définition des politiques de placement et des niveaux de risque que dans le choix et l'évaluation des gestionnaires de portefeuille. À l'inverse, il semble que dans les grandes caisses, le rôle de l'actuaire est moins important, certaines caisses ne faisant appel à des consultants que pour des mandats spécifiques, comme pour combler une expertise. Il semble que les consultants interviennent considérablement moins dans la définition de leurs politiques de placement. Certains régimes de très grande taille ont même internalisé des fonctions de gestion de portefeuille et ne font appel à des gestionnaires externes que dans le cadre de mandats précis, tels que les placements internationaux. Dans ces cas, on observe alors une très faible délégation des pouvoirs décisionnels de la caisse à des prestataires externes. L'un des répondants soutient que la présence de professionnels à l'interne permet au comité de placement de mieux contrôler les risques car leur gestion n'est pas déléguée à des prestataires externes. Dans ce contexte, de nombreux répondants préconisent un rassemblement des caisses de retraite les plus petites.

Le point d'inflexion permettant de distinguer les régimes de retraite de « grande » ou de « petite » taille est relativement vague mais plusieurs répondants mentionnent qu'un actif d'environ 500 millions \$ permet d'internaliser certaines fonctions, d'avoir accès à une diversité de placements plus grande et d'aller chercher les expertises requises.

À cet égard, le cas du régime de retraite de HEC Montréal est mentionné par certains comme contre-exemple. En effet, quoique sa taille soit en-deçà du seuil de 500 millions \$, le régime bénéficie d'un contexte institutionnel particulier à savoir notamment qu'il émane d'une école de gestion dont le conseil d'administration est essentiellement composé de gens d'affaires et dont le corps professoral détient des expertises en finance, économie, comptabilité, gouvernance, et autres sciences de la gestion. En outre, le personnel de HEC-Montréal n'est pas syndiqué, ce qui diminue d'autant la dynamique politique des groupes d'intérêt mentionnée par plusieurs répondants à propos de plusieurs régimes du secteur public.

5.7 Tensions entre les acteurs et incidence sur les rendements

Les intérêts des acteurs impliqués dans le monde des régimes de retraite sont très différents et semblent générer des tensions importantes, notamment entre consultants en investissement et gestionnaires de portefeuille, promoteurs et membres du régime, membres actifs et retraités du régime. Ces tensions peuvent affecter les rendements à court et à long terme de la caisse de retraite.

De nombreux répondants rapportent qu'il existe parfois des tensions importantes entre les membres des comités de retraite, et ces tensions sont d'autant plus importantes lorsque les fiduciaires issus des employés représentent des syndicats. En effet, les tensions politiques existantes entre l'employeur et les syndicats d'employés viennent entraver les fonctions premières des fiduciaires qui sont de représenter les intérêts des participants dans leur ensemble. En effet, alors que l'objectif premier des comités de retraite est de garantir la solvabilité du régime à long terme, les tensions politiques existantes entre l'employeur et les syndicats prennent parfois le dessus lors des réunions des comités. Par conséquent, la prise de décision liée à la gestion des actifs du régime peut devenir inefficace car largement influencée par des facteurs non pertinents à la santé du régime à long terme.

L'un des répondants affirme que, dans certains comités de retraite, les fiduciaires sont davantage concernés par les relations existantes entre les différents groupes que par la mission et la performance du régime. En effet, selon lui, les fiduciaires syndiqués représentent davantage un groupe d'intérêts particuliers que l'ensemble des participants, créant des conflits. Certains répondants expliquent, par exemple, que les fiduciaires syndiqués ne sont souvent pas enclins à voter une réduction des rentes afin de combler les

déficits, même lorsque cette décision est bénéfique à la santé du régime à long terme. Lorsque des tensions existent, certains fiduciaires peuvent montrer de la résistance quant à la prise de décision, alors que l'employeur de son côté adopte un comportement passif afin de ne pas exacerber les tensions existantes en dehors du comité de retraite. Ce phénomène peut être encore plus important lorsque la caisse de retraite émane d'une entité contrôlée par des élus (p.ex., ville) ou lorsque le syndicat est puissant. Finalement, du côté de l'employeur, certains répondants affirment que lorsque la caisse de retraite représente un risque financier relativement important pour ce dernier, et particulièrement dans le secteur privé, il arrive que le chef des finances et le trésorier de l'organisme subissent des pressions à la performance de la part du conseil d'administration.

Il est à souligner que de telles tensions, ainsi que des profils différents de participants selon les groupes ont amené certaines organisations à fractionner leur régime de retraite unique pour en créer des distincts par catégorie d'employés (p.ex., l'Université Laval a des régimes de retraite distincts pour ses professeurs, ses gestionnaires et ses autres employés mais une seule caisse).

Une autre source de tension mentionnée est le conflit potentiel entre les intérêts des participants actifs des caisses de retraite et ceux des retraités rentiers. En effet, l'un des répondants explique que le manque d'imputabilité des retraités concernant les déficits actuels a pour conséquence de créer des visions à court terme de leur part en ce qui a trait à la gestion de l'actif du régime. En effet, le seul intérêt des retraités est de garantir la valeur de leurs rentes, et les participants actifs prennent en charge les déficits actuels dont ils ne sont souvent pas responsables. Le répondant avance que la responsabilisation des retraités concernant les déficits actuels permettrait de modifier leur comportement à court terme et d'aligner leurs intérêts à ceux des participants actifs. Il ajoute cependant qu'en raison des fortes tensions existantes au sein des comités et des résistances rencontrées, il est difficile d'aligner les intérêts de ces parties sans une intervention du régulateur.

Des tensions peuvent également exister entre le comité de placement, l'équipe de gestion interne et le comité de retraite. Dans le cadre du comité de placement, certains répondants soulèvent qu'un désalignement d'intérêts peut émaner lorsque ce comité ne comprend pas de membres issus du comité de retraite. En effet, les membres du comité de placement peuvent ne pas être habiles à comprendre la vision des fiduciaires au sujet du régime, créant un problème de gouvernance. Un comité de placement sans membres fiduciaires peut ne pas adopter des objectifs de rendements en accord avec les intérêts des participants, mettant ainsi de l'avant des stratégies axées sur l'atteinte de rendements importants à court terme. L'un des répondants avance qu'un membre non fiduciaire n'est pas responsable personnellement des décisions qu'il prend concernant le régime et peut en conséquence adopter un comportement imprudent en matière de choix

d'investissement. Ce dernier soutient qu'il est donc important que le comité de placement comprenne des membres du comité de retraite. Un désalignement d'intérêts similaire peut émaner des équipes de gestion internes dont les membres ne sont pas fiduciaires. En ce qui a trait à ces équipes, un problème supplémentaire peut surgir lorsque leurs membres ont de la difficulté à faire preuve de neutralité, c'est-à-dire ne pas œuvrer selon les préférences des employés ou de l'employeur.

Finalement, plusieurs répondants soulèvent que les consultants peuvent être sujets à des conflits d'intérêts émanant de la nature même de leurs mandats et de leurs fonctions. En effet, en dehors des mandats de suivi des conseillers en gestion des actifs et d'évaluation actuarielle, les consultants sont aussi sollicités par les comités de retraite pour la recherche de nouveaux gestionnaires en placement. Ainsi, le consultant est à la fois responsable de recommander le congédiement de gestionnaires de portefeuille mais également de gérer le processus de sélection de nouveaux gestionnaires. Le conflit d'intérêts potentiel découle du fait qu'une recommandation de congédiement de gestionnaires permet au consultant de se générer de nouveaux mandats de recherche de gestionnaires. L'un de nos répondants affirme que, dans cette situation, le consultant peut indirectement choisir ses propres mandats et augmenter ainsi ses honoraires. Ensuite, d'autres répondants avancent le fait que les consultants peuvent faire l'objet de pressions émanant des parties qui les emploient. Par exemple, certains répondants avancent qu'il est souvent délicat pour un consultant de proposer des hypothèses actuarielles en défaveur de l'employeur lorsque ce dernier paie ses honoraires. On remarque alors qu'il devient difficile pour le consultant d'agir dans l'intérêt des participants à long terme lorsqu'il est soumis aux nombreuses tensions qui surgissent dans le cadre de ses fonctions. À cet égard, dans certaines organisations, le régime choisit et paie directement les consultants et les actuaires.

5.8 Une gestion de portefeuille focalisée sur les indices de référence

Une autre tension émergente est la focalisation apparente par plusieurs régimes de retraite sur la performance relative (benchmarking) de leurs pairs. Ce mode de gestion basé sur les indices de référence détermine le choix des investissements et contraste fortement avec une gestion guidée par la mission et les objectifs du régime ainsi qu'avec le mandat du gestionnaire de portefeuille.

Il semble que de nombreuses caisses de retraite évaluent la performance de leur portefeuille d'actifs en fonction de la performance relative à court terme des autres régimes de retraite du Québec et non en fonction de mesures de performance alignées aux objectifs à long terme du régime. Certains répondants avancent que les comités de retraite ont tendance à se comparer à leur secteur et fixent parfois leurs objectifs de performance en fonction de la médiane des performances des régimes de retraite au Québec.

L'utilisation de la performance relative comme mesure de performance incite les gestionnaires de portefeuille à adopter des stratégies misant sur l'atteinte de rendements élevés à court terme au détriment de l'application du concept de prudence et de la stabilité à long terme du portefeuille d'actifs. L'un des répondants affirme que l'utilisation du modèle des indices de référence (« benchmark ») peut être un frein à la prise de décision efficace car elle vient freiner la mise en place de stratégies ayant des niveaux de risque moins élevés. D'autres répondants avancent que cette mesure est inadéquate car chaque régime a une tolérance différente au risque et une structure qui lui est propre. En effet, l'utilisation de cette mesure comparative implique que les caisses de retraite partagent des caractéristiques et des politiques de placement similaires, ce qui n'est souvent pas le cas.

Les répondants avancent plusieurs causes de l'utilisation du modèle des indices de référence comme mesure primaire de performance. Tout d'abord, à court terme, de nombreuses pressions sont exercées sur les différents acteurs pour la réalisation de performances supérieures aux régimes québécois. Certains répondants affirment que dans les entreprises privées, certains conseils d'administration exercent des pressions sur les comités de retraite lorsque ces derniers n'atteignent pas des performances comparables ou supérieures à l'indice de référence québécois. Ces pressions peuvent être davantage exacerbées lorsque les performances de la caisse induisent une augmentation des cotisations de l'employeur. Ensuite, l'utilisation du modèle des indices de référence s'explique aussi par la difficulté de certains fiduciaires n'ayant pas de connaissances sophistiquées à comprendre d'autres mesures plus complexes mais mieux adaptées. L'un des répondants souligne que l'utilisation du modèle des indices de référence peut être plus accentuée parmi les régimes de retraite de taille moins importante où le manque d'expertise interne est plus marqué.

Ultimement, cette mesure de performance indicielle pousse les gestionnaires de placement à adopter des stratégies de placement agressives et à court terme. Certains répondants affirment que ces pressions à la performance à court terme limitent la capacité des comités de placement et des comités de retraite à maintenir en poste un gestionnaire lorsque ce dernier réalise des performances insatisfaisantes sur une courte durée. Cependant, certains répondants avancent que cette tension donne lieu à des changements de gestionnaires précipités qui ne sont pas dans l'intérêt de la stabilité du portefeuille du régime.

Une autre tension émane de la tendance vers l'immunisation des risques préconisée par certains consultants et la perte potentielle de valeur future perçue par les gestionnaires de portefeuille. Essentiellement, il s'agit d'apparier les flux monétaires découlant des obligations actuarielles d'un régime de retraite aux flux monétaires à retirer de

placements obligataires ayant des durées comparables aux obligations actuarielles. D'une part, et davantage suite à la crise de 2008, de nombreux consultants préconisent l'immunisation des régimes et le repositionnement de leur portefeuille vers des placements jugés moins volatils et risqués. D'autre part, certains gestionnaires de portefeuille avancent que cette pratique n'est pas efficiente en raison du niveau actuel très bas des taux d'intérêt, lesquels ont atteint des planchers historiques, et des rendements plus intéressants obtenus historiquement sur des placements en actions.

5.9 Les membres du comité de retraite face à un univers des placements en évolution

L'univers des opportunités de placement a considérablement changé au cours des 20 dernières années, ainsi que le niveau de complexité de ces placements. Le suivi de cette situation par les fiduciaires représente un défi important.

La préoccupation principale est celle de concilier le rôle de fiduciaire, et les obligations qui l'accompagnent, avec la pérennité du régime et sa capacité de saisir les opportunités intéressantes d'investissement.

Certains répondants soulèvent que, par suite des crises financières, de nombreux régimes se sont intéressés aux placements alternatifs dans le but de diversifier davantage leur portefeuille. De plus, face à des déficits importants, à des taux d'intérêt obligataires bas et à des taux de réévaluation des passifs actuariels importants, les régimes ayant atteint une maturité quant à la composition de leurs participants considèrent plusieurs types d'investissement alternatifs ou non-traditionnels, lesquels peuvent comporter un niveau de risque relativement élevé, afin de réaliser les rendements nécessaires à renflouer la caisse. Par conséquent, la gestion des portefeuilles des régimes de retraite est devenue plus élaborée et plus complexe. Toutefois, d'après certains répondants, l'utilisation des produits alternatifs dans les politiques de placement reste néanmoins faible car leur structure est trop complexe. Cette complexité de l'offre en placement donne lieu à une plus grande externalisation des fonctions de définition et d'opérationnalisation des politiques de placement à des prestataires externes, en raison de l'incapacité des fiduciaires, même ceux possédant des connaissances sophistiquées, à comprendre ces instruments.

5.10 La gestion des risques : un nouveau défi

La gestion des risques est devenue une réalité de la gouvernance et de la gestion des régimes de retraite. Toutefois, la perception des principaux acteurs quant aux risques qu'ils jugent importants est fortement teintée par leurs intérêts économiques.

De nombreux répondants s'accordent à dire que la notion de gestion de risque devient un enjeu de plus en plus important dans la gouvernance des caisses de retraite québécoises

en raison des déficits que plusieurs affichent depuis quelques années, notamment en raison de la volatilité induite par la récente crise financière. De manière générale, il semble que plusieurs caisses de retraite tentent de réduire leur exposition au risque dans le contexte économique actuel. Les pertes enregistrées lors des crises financières de 2000-2002 et de 2006-2009 semblent avoir engendré une prise de conscience par les comités de retraite quant à l'importance de la gestion du risque dans le cadre de la définition des politiques de placement. En effet, certains répondants avancent qu'une meilleure gestion des risques aurait considérablement limité les pertes subies par de nombreux régimes. En outre, certains régimes ayant adopté des stratégies de placement alliant gestion du risque et alignement du passif auraient mieux traversé la dernière crise. À cet égard, certains répondants avancent que le coût des régimes a augmenté après les dernières crises, poussant les comités de retraite à plus de prudence. En conséquence, les caisses de retraite considèrent davantage l'ampleur du passif du régime lors de la définition des politiques de placement afin de définir des niveaux de risque adéquats. Cette prise de conscience est ressentie au sein des gestionnaires de placement qui de leur côté sont appelés à faire preuve de plus de rigueur et de transparence.

5.11 La compétence des membres de comités de retraite : un enjeu

Le développement des compétences et de l'expertise au sein du comité de retraite est une préoccupation à géométrie variable parmi les régimes de retraite. Alors que certains régimes ont des programmes de formation très formels pour les membres du comité de retraite, d'autres adoptent une approche volontaire à cet égard. De la même manière, alors que certains régimes assument plusieurs compétences à l'interne, d'autres semblent déléguer essentiellement l'ensemble des tâches de gouvernance et de gestion à des tierces parties.

L'ensemble des répondants semble s'accorder sur le fait qu'il est essentiel que les membres siégeant aux comités de retraite et de placement aient des connaissances en investissement afin de favoriser la mise en place de bonnes pratiques de gouvernance. De manière générale, il semble essentiel pour une gestion efficace des actifs des régimes que les membres des comités de retraite soient en mesure d'acquérir des compétences à l'interne, nécessaires à la prise de décision. Cependant, il ressort des entrevues que de nombreux fiduciaires n'ont pas les compétences ni les expertises nécessaires pour assumer les rôles qui leurs sont assignés, en raison notamment d'un processus de sélection inadéquat. Il en découle que les comités de retraite avec une prépondérance de tels membres délèguent des tâches telles que l'élaboration des politiques de placement et la sélection des gestionnaires de portefeuille à des consultants externes. Cette pratique, qui semble plus répandue au sein des régimes de plus petite taille, remet en question le rôle de fiduciaire des membres des comités de retraite. En effet, d'après certains

répondants, ces tâches sont au cœur du rôle de fiduciaire des membres de comités de retraite et, par conséquent, ne devraient pas être déléguées à des consultants externes.

Certains régimes tentent de combler ce manque d'expertise interne par l'appel à des membres indépendants dont l'expertise est pertinente. D'autres encore délèguent les fonctions liées aux placements à des sous-comités qui restent néanmoins sous la surveillance des comités de retraite et collaborent avec ces derniers. La constitution d'équipes expertes à l'interne est également jugée efficace car leurs membres acquièrent de l'expérience et dédient plus de temps à l'étude des enjeux du régime. Cependant, cela implique aussi que le régime dispose des ressources nécessaires afin de constituer de telles équipes, chose difficile dans le cadre de régimes relativement petits. Dans d'autres régimes, le manque d'expertise des fiduciaires issus des employés peut mener à des situations où les décisions sont prises par le promoteur (« sponsor ») du fonds uniquement.

Cependant, il ressort des entrevues que la formation des membres des comités de retraite ainsi que l'accès de ces derniers à l'information et à l'expertise interne dont ils ont besoin ont un impact considérable sur leur capacité à remplir leur rôle. Cependant, il semble aussi que la non-rémunération des fiduciaires réduise leur motivation à faire davantage d'efforts pour acquérir les compétences dont ils ont besoin pour exercer leur rôle. Plusieurs répondants rappellent que les membres des comités de retraite ont en général d'autres occupations et que les fonctions qu'ils occupent au sein des comités impliquent souvent des efforts additionnels non rémunérés. Pour pallier à ce problème, un des répondants souligne que certains fiduciaires d'organismes des secteurs public ou parapublic sont détachés de leurs fonctions afin de pouvoir mieux traiter des sujets liés à la caisse de retraite. Ces derniers sont à même d'acquérir une expertise concernant les enjeux du régime qui va au-delà de celle de l'employeur.

La majorité des répondants recommandent que les comités de retraite soient dotés de budgets de gouvernance leur permettant à la fois d'acquérir les compétences nécessaires, de s'encadrer de ressources expertes pour les conseiller et de récompenser adéquatement leurs membres et experts internes pour les efforts déployés. Ici, de nombreux répondants affirment que la rémunération des fiduciaires et une compensation adéquate pour le temps alloué à l'administration du régime permettraient de créer des incitatifs facilitant l'instauration de mécanismes de gouvernance efficaces. Aussi, un budget de gouvernance permettrait l'acquisition et la conservation de ressources internes compétentes car il permettrait l'alignement des salaires sur ceux du secteur privé plus avantageux. Finalement, l'un des répondants soulève que les syndicats et les employeurs devraient soutenir davantage les comités de retraite dans le budget de gouvernance.

Il est à noter que la question de l'habilitation et de l'autonomisation n'est pas unique aux régimes de retraite : ce n'est que très récemment que certains conseils d'administration des sociétés cotées ont acquis le pouvoir de sélectionner et de retenir les services de consultants indépendants de la direction relativement aux questions financières et de gouvernance (p. ex., rémunération des dirigeants).

5.12 Gestionnaires de portefeuille, consultants et fiduciaires : une configuration d'acteurs sous tension

Une certaine frustration semble émaner des gestionnaires de portefeuille en ce qui concerne le rôle joué par les consultants dans plusieurs régimes, l'horizon temporel des fiduciaires, la perception par les fiduciaires et les consultants de la notion de prudence et l'utilisation par les comités de retraite (à la recommandation de consultants) d'analyses comparatives de la performance (benchmarks) sans égard à la mission et aux objectifs stratégiques du régime.

Plusieurs gestionnaires de portefeuille affirment que les consultants forment un « oligopole » exerçant une influence importante sur le choix des gestionnaires des caisses de retraite québécoises. Ici, l'un des répondants soutient que la réputation des grandes firmes de consultants leur donne de l'autorité et de la crédibilité auprès du comité de retraite qui souvent leur délègue le choix et le suivi des gestionnaires de placement. Un gestionnaire de placement ajoute qu'il devient alors important pour les acteurs de sa profession d'être répertoriés dans les listes des consultants. En effet, il explique que les consultants ont des critères particuliers et précis pour choisir leurs gestionnaires et que les gestionnaires ayant atteint une taille suffisante pour intégrer ces listes ont une croissance importante. Par conséquent, de nombreux gestionnaires de portefeuille tentent de s'aligner aux critères définis par les consultants.

En raison de ce contexte, certains gestionnaires avancent qu'il existe un « effet de mode » quant au choix des gestionnaires et que les consultants ont un poids important sur ce choix. À cause du nombre restreint de consultants de grande taille au Québec, il en découle que les caisses de retraite ont un comportement grégaire par rapport au choix des gestionnaires mais aussi concernant les stratégies utilisées. Par exemple, l'utilisation de la performance relative comme mesure de performance amène de nombreuses comités de retraite à adopter des stratégies de placement similaires non forcément alignées avec les particularités de leur régime.

En outre, de nombreux gestionnaires de placement soutiennent que l'utilisation du modèle de l'indice de référence pour l'évaluation de la performance des gestionnaires, encouragé par les consultants, les pousse à adopter une vision à court terme de la performance. De nombreux gestionnaires affirment que l'utilisation de cette mesure est

inadéquate car la performance d'un gestionnaire doit être comparée à celle d'autres gestionnaires ayant un style de gestion comparable, ou aux rendements promis, et non à un indice global.

Ensuite, de nombreux répondants avancent que l'une des lacunes liées à la gestion des actifs des caisses de retraite est l'absence de considération de l'ampleur et de la nature du passif dans l'élaboration des politiques de placement. De l'avis de plusieurs gestionnaires de portefeuille, certains consultants poussent les caisses de retraite à adopter des objectifs à court terme sans prendre en considération la stabilité à long terme du régime. En effet, plusieurs gestionnaires avancent que les consultants recommandent aux comités de retraite le choix de gestionnaires sur la base de la performance à court terme de ces derniers. Cette pratique pousserait les régimes à adopter des stratégies de placement plus spéculatives. Certains gestionnaires suggèrent que le rôle du consultant devrait être axé sur la proposition de solutions dans le but de combler les déficits à long terme.

Finalement, certains répondants affirment que les consultants actuaires n'ont pas l'expertise nécessaire pour réaliser les mandats qu'ils effectuent dans les caisses de retraite. Ici, certains répondants avancent que les structures des caisses de retraite québécoises sont hétérogènes et complexes, au point où il devient difficile pour des consultants externes d'avoir l'expertise nécessaire afin de répondre spécifiquement aux besoins des régimes. De plus, le manque d'expertise est davantage exacerbé par la situation actuelle des caisses de retraite qui doivent assurer la solvabilité des régimes dans un contexte économique instable et face à d'importants déficits. Un autre répondant explique que les consultants n'ont souvent pas d'expérience pratique en gestion de fonds alors que leurs mandats concernent largement la gestion d'actifs. Ce dernier affirme que les consultants n'ont souvent qu'une connaissance théorique des marchés financiers. En conséquence, une pratique émergente selon certains est que certaines caisses de retraite vont directement faire appel à des gestionnaires de placement pour des conseils en gestion du risque et en répartition d'actifs. De plus, certains comités de retraite vont directement chercher les gestionnaires sans l'intermédiaire de consultants.

Section 6 Enjeux

À partir des commentaires et remarques spécifiques exprimés par les répondants que nous avons rencontrés en entretien, il nous est possible de dégager qu'un certain nombre d'enjeux émergent quant aux régimes de retraite au Québec:

11. Un univers restreint axé sur des réseaux (6.1)
12. Une gouvernance en mutation (6.2)
13. Des acteurs aux intérêts et compétences divergents (6.3)
14. La montée de la complexité et de l'expertise (6.4)
15. Une performance sous pression (6.5)

Les deux premiers enjeux réfèrent à la structure de gouvernance des régimes de retraite et à des biais potentiels dans sa construction. Les enjeux 6.3 et 6.4 illustrent l'importance des ressources humaines, et la nécessité de leur bonne utilisation, dans la gouvernance des régimes de retraite. Enfin, l'enjeu 6.5 illustre bien la difficulté d'aligner l'horizon temporel découlant des objectifs stratégiques d'un régime avec les préoccupations de rendement auxquelles font face les fiduciaires et gestionnaires.

6.1 Un univers restreint axé sur des réseaux

Un premier constat relatif aux régimes de retraite au Québec est le fait qu'il s'agit d'un univers relativement restreint et ce, à plusieurs égards. Ainsi, si selon les statistiques de la Régie des rentes du Québec il existe environ 1,300 régimes de retraite agréés, un très grand nombre (plus de la moitié) sont de très petite taille et n'ont pas vraiment d'impact socio-économique. On arrive donc relativement vite à un univers comptant quelques centaines de régimes dont seulement quelques dizaines ont une taille conséquente. En outre, les acteurs interagissant avec les régimes, consultants-actuaire d'une part et gestionnaires de portefeuille d'autre part, sont également relativement peu nombreux. En d'autres termes, de par leurs avis, conseils et actions, quelques grands acteurs ont une influence potentielle considérable sur les décisions relatives à la gestion de portefeuille des caisses de retraite et, ultimement, sur leur performance. Enfin, la complexité croissante des placements possibles et l'avènement des comités de placement a amené l'émergence de membres de comité de retraite ou de comité de placement « professionnels indépendants », lesquels peuvent siéger sur plusieurs comités à la fois. De fait, cette tendance est parallèle avec l'avènement des administrateurs professionnels au sein des sociétés cotées.

Une telle situation comporte plusieurs conséquences potentielles, la plus importante étant que la même pratique ou stratégie, qu'elle soit appropriée ou non, peut se répandre très rapidement à travers les caisses de retraite. Ce risque systémique résultant d'un

comportement dit de troupeau (« herding ») a déjà été observé dans d'autres secteurs de l'économie, notamment dans le domaine bancaire. L'insularité relative des régimes de retraite québécois, que ce soit en termes de composition des comités de retraite ou d'accès aux ressources (professionnelles, financières, etc.) contribue également à accroître ce niveau de risque.

6.2 Une gouvernance en mutation

Il ressort également que la gouvernance des régimes de retraite a évolué considérablement depuis la mise en application de la loi cadre actuelle. Un changement fondamental est la mise sur pied par plusieurs régimes de retraite de comités de placement, lesquels ont acquis des pouvoirs considérables dans certains cas ainsi qu'une autonomie plus ou moins grande vis-à-vis le comité de retraite. Si plusieurs répondants y voient des avantages certains, notamment en termes d'assurer que les interlocuteurs des consultants et des gestionnaires de portefeuille soient suffisamment compétents, ce changement est relativement unique en matière de gouvernance.

Plusieurs répondants ne voient pas de problème particulier à la mise sur pied de comité de placement, en raison notamment du fait que le comité de retraite a entériné une délégation de pouvoir au comité de placement. Toutefois, l'impression générale qui se dégage de nos entretiens est, qu'en bout de piste, tout ce qui compte en matière de gestion de placement se décide au comité de placement, le comité de retraite jouant un rôle allant de figuratif à symbolique. En outre, si on compare cette situation avec celle prévalant en gouvernance d'entreprise, il s'agit d'un précédent : même si les conseils d'administration se sont dotés de divers comités et que les réglementations attribuent des rôles à des comités spécifiques (p.ex., comité d'audit, comité de rémunération), la responsabilité du conseil d'administration reste entière et les travaux des comités alimentent les discussions au conseil et ce de manière récurrente.

Cette gouvernance émergente, que l'on pourrait presque qualifier de bicamérale, soulève plusieurs questions en termes d'alignement d'intérêts, de responsabilisation des intervenants, de gestion du passif et de l'actif, etc. En outre, il s'agit d'un modèle de gouvernance qui s'apparente au modèle du conseil doté d'un comité exécutif responsable de traiter des dossiers importants. Or, ce modèle est en déclin au sein des sociétés cotées et n'est pas perçu comme étant une « bonne » pratique en gouvernance moderne.

6.3 Des acteurs aux intérêts et compétences divergents

La gouvernance des régimes de retraite met en contact plusieurs groupes ayant des intérêts, et des compétences, fort différents sinon divergents :

- Membres de comité de retraite représentant les employés

- Membres de comité de retraite représentant les employés syndiqués
- Membres de comité de retraite représentant les retraités
- Membres de comité de retraite représentant le promoteur (employeur)
- Membres de comité de placement externes et non-membres du comité de retraite
- Membres de comité de placement externes et membres du comité de retraite
- Direction financière des organisations
- Consultants (essentiellement en provenance des sociétés-conseil d'actuariat)
- Gestionnaires de portefeuille
- Employés-gestionnaires du régime de retraite

Nos entretiens font clairement ressortir que dans plusieurs régimes, des tensions plus ou moins sérieuses existent entre ces différents groupes. Une première source de tension est la difficulté pour les membres de comité de retraite représentant des groupes d'intérêts spécifiques de faire abstraction de ce fait lors des discussions et débats au sein du comité de retraite. En d'autres termes, les membres ne jouent pas leur rôle de fiduciaire du régime. Les conséquences potentielles de cette tension sont, entre autres, la fragilisation de la pérennité d'un régime, le dysfonctionnement de ses mécanismes de gouvernance, la dévolution accrue de responsabilités et tâches à des instances autres, tel que les consultants ou le comité de placement.

Une seconde source de tension a trait aux points de vue fort contrastés des consultants et des gestionnaires de portefeuille quant à la gestion de l'actif (stratégie, perception des risques et opportunités, évaluation de la performance, mode de sélection des gestionnaires, etc.). La résultante de cette tension est potentiellement une certaine confusion chez les membres de comités de retraite.

Une troisième source de tension est le différentiel souvent important de compétences entre, d'une part, les membres de comités de retraite (incluant des représentants de l'employeur) et, d'autre part, les différents intervenants professionnels : consultants, gestionnaires de portefeuille, gestionnaires professionnels de régime. Ce différentiel soulève plusieurs questions quant à la crédibilité des décisions prises par les comités de retrait. Plus globalement, il s'agit d'un enjeu majeur de gouvernance, tout type d'organisation confondu.

Si la tension peut être créatrice de valeur si elle est positive et orientée vers une remise en question récurrente des manières de faire, trop de tensions rendent les processus de gouvernance essentiellement politiques et peuvent les détourner des finalités d'un régime de retraite.

6.4 La montée de la complexité et de l'expertise

Les entretiens font clairement ressortir, de la part des répondants, la nécessité d'avoir des « experts » autour de la table afin d'être en mesure de saisir les enjeux « complexes » auxquels font face les caisses de retraite. De fait, la gouvernance d'un régime de retraite place les membres du comité de retraite à la convergence de deux domaines fort complexes peuplés d'experts très pointus. D'une part, la gestion et l'évaluation du passif du régime, chasse gardée des actuaires. D'autre part, la gestion et l'évaluation de l'actif du régime, champ d'application de la finance moderne où oeuvrent gestionnaires de portefeuille, consultants en évaluation de la performance, banquiers d'affaires, etc.

À ce premier niveau de complexité, et d'expertise, il faut en ajouter deux autres. Premièrement, si historiquement les caisses de retraite ont privilégié les placements en actions sur la bourse canadienne et en obligations domestiques à faible risque, la tendance est maintenant de considérer un éventail de placements beaucoup plus vaste : fonds de couverture, immobilier, infrastructures, obligations de pacotille, etc. Or, tous ses champs d'intervention ont leur complexité particulière, lequel amène des expertises particulières. Deuxièmement, si la complexité et l'expertise actuarielles sont essentiellement locales (p.ex., sociétés-conseil d'actuariat domestiques ou bureaux locaux de cabinets internationaux), il en est tout autrement en ce qui concerne le placement : le champ d'intervention des caisses de retraite est maintenant mondial ce qui implique qu'elles interagissent potentiellement avec des experts à l'échelle internationale, l'expertise sectorielle devant maintenant être associée à une expertise institutionnelle ou géographique.

Cette complexification de la gestion et de la gouvernance des régimes de retraite sert bien les experts qui leur vendent leurs services. Par contre, pour les membres de comité de retraite, elle comporte un risque important. En effet, la « complexité » et l'« expertise » sont souvent mises de l'avant comme moyens d'obfuscation afin de rendre des procédés et processus hermétiques aux non-initiés. À long terme, le danger est que la gouvernance des régimes de retraite devienne symbolique et vide de sens, le pouvoir effectif ayant été transférés aux « experts », lesquels agissent sans trop de surveillance. Dans ces conditions, la capacité des membres de comités de retraite à agir en tant que fiduciaires de manière crédible, compétente et responsable est mise à rude épreuve. Le modèle de gouvernance des régimes de retraite, élaboré pour un monde plus simple, est-il toujours approprié?

6.5 Une performance sous pression

La recherche de la performance est l'enjeu majeur des comités de retraite. Les bas taux d'intérêt, ainsi que la baisse des taux ayant eu cours depuis quelques années, ont permis aux régimes de retraite d'engranger des gains sur leurs portefeuilles obligataires mais ont

également gonflé leurs passifs actuariels. En outre, les espérances de rendement pour les placements obligataires au cours des prochaines années sont anémiques compte tenu des opportunités de réinvestissement. Si historiquement, l'investissement en bourse semble avoir apporté de meilleurs rendements, il accroît considérablement la volatilité de la performance. Or cette volatilité dans les rendements a désormais un impact direct sur le bilan de plusieurs promoteurs de régimes (p.ex., sociétés cotées, organisations du secteur para-public), les fluctuations de l'actif (passif) net du régime étant directement pris en compte dans leur capital. Par conséquent, la recherche de placements dont les rendements sont à la fois moins volatils que les actions en bourse et meilleurs que les perspectives offertes par les obligations devient un sujet de discussion et de décision dans plusieurs régimes de retraite. Toutefois, ces placements (immobilier, fonds de couverture, etc.) ajoutent à la gestion des risques d'un régime de retraite, notamment en raison de leur liquidité souvent inexistante ou très mince.

Outre cette évolution dans la gestion de l'actif, des changements socio-démographiques font en sorte que depuis plusieurs années, les espérances de vie anticipées ont été régulièrement revues à la hausse, augmentant d'autant les passifs actuariels et grugeant par conséquent les rendements excédentaires ayant pu être réalisés.

La combinaison de ces tendances impose une pression considérable sur les comités de retraite d'afficher des rendements intéressants de manière récurrente.

ANNEXE 1

GRILLE D'ENTRETIEN

CONTEXTE POST-CRISE

Ces dernières années, les caisses de retraite ont eu à affronter 1) la crise financière 2006-2009 et des marchés boursiers très volatils, 2) un environnement marqué par des taux d'intérêt très bas et même en baisse et 3) une tendance de fond d'accroissement de la longévité.

Dans ce contexte, comment voyez-vous le rôle du comité de retraite en matière de gestion de portefeuille? Dans les faits, comment le comité de retraite a-t-il fait face à ce contexte? Comment jugez-vous que le comité (caisse) a répondu aux défis en matière de gestion de portefeuille?

En donnant des exemples spécifiques, quels sont les facteurs (personnes, expertises, réglementation, conflits, liens) qui ont facilité, déterminé, empêché ou retardé, la prise de décision en matière de gestion de portefeuille?

Face aux défis découlant du contexte décrit plus haut, la composition (membership) du comité de retraite a-t-elle influencé les décisions en matière de gestion de portefeuille? De quelle manière? Donnez des exemples spécifiques.

L'existence d'un comité de placement a-t-elle modifié la donne en matière de gestion de portefeuille face aux enjeux découlant du contexte? Pourquoi? Comment?

ENJEUX DES CAISSES DE RETRAITE : PERSPECTIVE GLOBALE

Par rapport au contexte décrit ci-haut, quels sont d'après vous les principaux enjeux pour les caisses de retraite en matière de gouvernance, gestion de portefeuille et gestion des risques? En quoi ces enjeux ont-ils évolué au cours des dernières années? Entrevoyez-vous d'autres changements dans l'avenir?

En quoi ces enjeux et leurs évolutions récente et future affectent-ils, ou devraient-ils affecter, la gestion de portefeuille des caisses de retraite?

Les caisses de retraite ont-elles fait face à ces enjeux de manière adéquate? Pourquoi? Quel a été le rôle des comités de retraite face à ces enjeux?

ENJEUX DE GESTION DE PORTEFEUILLE

Face à la crise financière et aux bas taux d'intérêt, qui a pris le leadership en matière de gestion de portefeuille? A initié des changements? Quel a été l'apport des membres du comité de retraite (comité de placement)?

Quels ont été ces changements?

Quels critères ont guidé la modification de la stratégie (politique) de placement? Pourquoi?

Le contexte découlant de la crise et des bas taux d'intérêt ont-t-ils entraîné des changements dans les gestionnaires de portefeuille de la caisse de retraite? Quels ont été

les critères qui ont guidé le renvoi de gestionnaires en place? La sélection de nouveaux gestionnaires? La rétention des gestionnaires en place? Quels arguments sous-tendent ces critères? Qui a suggéré ces critères? Initié ces changements?

La crise et les bas taux d'intérêt ont-ils modifié la façon d'évaluer la performance des gestionnaires? Comment? Pourquoi?

Quel a été le rôle du conseiller externe dans les réactions de la caisse au contexte découlant de la crise et des bas taux d'intérêt?

Quel a été le rôle de l'actuaire? Des problématiques actuarielles ?

CONCLUSIONS

Si vous aviez des recommandations à faire au gouvernement quant à la gouvernance des caisses de retraite, quelles seraient-elles? Pourquoi?

ANNEXE 2

Liste des personnes rencontrées

	Fonction	Organisation	Liens par rapport aux caisses de retraite	Expérience
1	Administrateur de sociétés et ancien dirigeant d'entreprise	Entreprise para-publique	Dirigeant responsable de la caisse de retraite (à la retraite) Membre de comités de retraite et de comités de placement dans les secteurs public et para-public	30 ans
2	Président	Gestionnaire de portefeuilles Institutionnels	Gestion de portefeuille	30 ans
3	Chef des placements	Gestionnaire de portefeuilles institutionnels	Gestion de portefeuille	20 ans
4	Actuaire et conseiller principal	Société-conseil	Services d'actuariat	10 ans
5	Actuaire et conseiller principal	Société-conseil	Services d'actuariat	30 ans
6	Actuaire et consultant en investissement	Société-conseil	Services d'évaluation de la performance et de délégation de gestion de caisse	20 ans
6	Gestionnaire de portefeuille	Gestionnaire de portefeuilles institutionnels	Gestion de portefeuille	25 ans
8	Actuaire et consultant en investissement	Société-conseil	Services d'évaluation de la performance et de délégation de gestion de caisse	25 ans
9	Président	Gestionnaire de portefeuilles institutionnels	Gestion de portefeuille	30 ans
10	Chef de la conformité	Gestionnaire de portefeuilles institutionnels	Gestion de portefeuille	20 ans
11	Directeur des opérations	Institution financière	Administration et gouvernance du régime de retraite et gestion de la caisse de retraite	10 ans
12	Président du conseil	Gestionnaire de portefeuilles institutionnels	Gestion de portefeuille	30 ans
13	Actuaire et présidente	Société-conseil	Services d'actuariat et d'évaluation de la performance	30 ans
14	Analyste en actuariat	Société-conseil	Services d'actuariat	5 ans
15	Président du conseil	Gestionnaire de portefeuilles institutionnels	Gestion de portefeuille	30 ans
16	Responsable de la conformité	Gestionnaire de portefeuilles institutionnels	Gestion de portefeuille	5 ans
16	Trésorier	Institution para-publique	Administration et gouvernance du régime de retraite et gestion de la caisse de retraite	5 ans
18	Directeur	Municipalité	Gestion de la caisse de retraite	30 ans
19	Directeur	Institution para-publique	Gestion de la caisse de retraite	25 ans

ANNEXE 2 (suite)**Liste des personnes rencontrées**

20	Employé syndiqué	Institution para-publique	Représentant syndical au comité paritaire sur le régime de retraite	10 ans
21	Employé	Institution para-publique	Membre du comité de retraite et du comité de placement	5 ans
22	Employé	Institution para-publique	Membre et président du comité de retraite; membre du comité de placement	20 ans
23	Employé, actuaire	Institution para-publique	Membre de plusieurs comités de retraite, comités de placement, consultant, gestionnaire de portefeuille	30 ans
24	Consultant (actuaire, gestionnaire de portefeuille, consultant)	Institution para-publique	Membre indépendant de plusieurs comités de retraite et de placement, consultant, gestionnaire de portefeuille	30 ans
25	Actuaire conseil	Société-conseil	Conseiller	30 ans
26	Actuaire conseil	Société-conseil	Conseiller	20 ans
26	Employé	Institution para-publique	Membre (vice-président) du comité de retraite, membre (président) du comité commun de placement	10 ans
28	Vice-président	Gestionnaire de portefeuilles institutionnels	Gestion de portefeuille	20 ans

Volet D

Vers une gouvernance renforcée

Section 7 Prémisses et recommandations

7.1 Prémisses

La présente section du rapport présente un ensemble de recommandations portant sur la gouvernance des régimes de retraite. Dans notre esprit, la gouvernance se doit d'être envisagée de manière large, la définition suivante donnant un sens à cette perspective: « La gouvernance organisationnelle est l'ensemble des lois, réglementations, institutions, marchés, contrats, politiques et procédures organisationnelles (telles que les contrôles internes, les codes et manuels, les budgets) qui dirigent et influencent les actions des décideurs au sein d'une organisation » (traduction libre adaptée de J.A. Brickley et J. Zimmerman, 2010. *Corporate governance myths: Comments on Armstrong, Guay, and Weber. Journal of Accounting and Economics* 50, 235-245).

En effet, quoique la plupart des écrits scientifiques et constats en matière de gouvernance soient inspirés des entreprises cotées en bourse, nous considérons qu'il existe plusieurs similitudes entre une entreprise cotée redevable à de nombreux actionnaires et un régime de retraite comportant plusieurs membres. Ainsi, de manière générale, les membres d'un conseil d'administration et les membres d'un comité de retraite ont des responsabilités fiduciaires. En outre, ils doivent superviser les opérations et encadrer les décisions de gestionnaires et professionnels. Ils doivent également rendre compte de leurs décisions auprès des actionnaires (membres) de manière récurrente. Par conséquent, nous jugeons que plusieurs leçons relatives à la gouvernance des régimes de retraite peuvent être tirées de la recherche et de la pratique en gouvernance d'entreprise, avec les adaptations qui s'imposent pour tenir compte de différences réglementaires et institutionnelles.

À cet égard, il convient de préciser que la vision de la gouvernance guidant notre démarche en est une orientée vers la responsabilisation, l'imputabilité et la création de valeur. En d'autres termes, la pratique de la gouvernance ne doit pas être perçue comme un rituel symbolique dans lequel les instances se déchargent de leurs responsabilités. En outre, la gouvernance n'est pas seulement une affaire de surveillance (« monitoring ») plutôt passif, ce qui est traditionnellement défini comme son rôle fiduciaire. La gouvernance est également un enjeu de création de valeur au bénéfice des parties prenantes impliquées. Le fait que la gouvernance doit être envisagée dans une perspective de création de valeur est évoqué de différentes manières par plusieurs auteurs tels qu'Allaire et Firsirotu (p.ex., 2010. *Propos de gouvernance*, et autres, coécrit avec Yvan Allaire. IGOPP), dont les écrits servent de fondements au thème de « gouvernance créatrice de valeurs » ® mis de l'avant par l'Institut sur la gouvernance d'organisations

privées et publiques. On fera également référence dans les écrits en gouvernance aux deux rôles joués par le conseil d'administration, à savoir la surveillance et le conseil (« advice »), ce dernier rôle devenant critique si un conseil, ou un comité de retraite, détermine que le premier critère permettant de juger sa pertinence et sa raison d'être est la création de valeur.²

Nos recommandations découlent de trois sources distinctes mais complémentaires. D'une part, les constats de recherche ainsi que les bonnes pratiques en gouvernance d'entreprise nous permettent de dresser une toile de fond quant à l'élaboration de principes relatifs à la gouvernance des régimes de retraite. D'autre part, et de manière plus spécifique, les écrits sur la question de la gouvernance des régimes de retraite permettent de dégager les grandes orientations que devraient viser les instances de gouvernance des régimes (comités de retraite) ainsi que les ambitions qui devraient les animer dans leur processus de prise de décision. Enfin, les constats découlant de nos analyses qualitatives et quantitatives nous permettent d'identifier les défis de gouvernance auxquels font face les comités de retraite ainsi que les parties intéressées par la performance des régimes de retraite.

7.2 Recommandations

Les régimes de retraite font face à des défis considérables dans la réalisation de leur mission. D'une part, les régimes de retraite évoluent dorénavant dans un contexte de marchés financiers globalisés, lesquels sont caractérisés par un niveau de risque et d'incertitude qu'il est difficile d'évaluer compte tenu de leurs obligations à long terme. D'autre part, cette évaluation est sous la responsabilité de parties prenantes aux intérêts parfois divergents, lesquels sont souvent identifiés et déterminés sur la base d'avis reçus par des conseillers et agents externes. La crise de 2007-2009 a amplifié la difficulté pour les régimes de retraite de surmonter ces défis tout en conciliant les points de vue des différentes parties prenantes. L'enjeu pour les régimes de retraite est de taille et, de notre point de vue, souligne l'importance de clarifier le rôle que les mécanismes de gouvernance devraient jouer dans l'encadrement des opérations des régimes. En effet, sur la base de notre synthèse des écrits, il nous apparaît évident que seule une gouvernance efficace des régimes de retraite leur permettra d'accomplir avec succès leur mission. Nos

² Sur cette question du rôle double des conseils d'administration, voir, entre autres, Sur, S.; Lvina, E.; Magnan, M. 2013. Why Do Boards Differ? Because Owners Do. *Corporate Governance: An International Review* 21(4), 373–389 ; Hillman, A. J. & Dalziel, T. 2003. Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives. *Academy of Management Review*, 28(3): 383-396; Adams, R. B., Hermalin, B.E. & Weisbach, M.S. 2010. The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey. *Journal of Economic Literature*, 48(1): 58-107

entretiens avec différents acteurs (volet C) du monde des régimes de retraite québécois confirment ce diagnostic.

Une focalisation trop poussée sur des éléments opérationnels (p.ex., performance à court terme, taux de capitalisation) ne doit pas faire oublier que la mise en œuvre de mécanismes de gouvernance appropriés est essentielle pour le succès et la durabilité à long terme du système de retraite québécois. De fait, en matière d'évaluation de la performance à long terme d'un régime de retraite, nous croyons que la formulation d'objectifs en matière de gouvernance est aussi essentielle que la détermination de cibles de rendement.

Ces objectifs de gouvernance doivent par contre être adaptés au contexte particulier d'un régime de retraite, par exemple sa taille relative. Par conséquent, le défi pour nous est de mettre de l'avant des recommandations qui soient suffisamment génériques pour s'appliquer à l'univers des régimes de retraite sujets à des obligations de reddition des comptes (en vertu de la Loi sur les régimes complémentaires de retraite) tout en demeurant pertinentes pour un régime en particulier. Dans ce but, nous proposerons donc que les régimes de retraite adoptent un *budget de gouvernance* qui reflète leurs objectifs et leurs besoins. Ce budget devrait refléter l'engagement d'un régime à œuvrer vers la mise en application des meilleures pratiques en gouvernance, notamment en atteignant les objectifs que nous décrivons ci-après.

Un autre aspect important sous-tendant nos recommandations est la relativement mauvaise performance de certains régimes de retraite durant et après la crise. Cette sous-performance a attiré l'attention de plusieurs observateurs sur cet important secteur de notre économie et a possiblement illustré la nécessité d'une surveillance plus serrée des régimes. De fait, le rapport d'Amours a discuté de la solidité financière du système des régimes de retraite et un certain nombre de mesures législatives ont été proposées et/ou adoptées par la suite à cet égard en vue de renforcer la position financière des régimes. De notre point de vue, la situation peut refléter le fait qu'il y'a un vide institutionnel dans la gouvernance des régimes de retraite. Par conséquent, nous mettons de l'avant une recommandation à l'effet de renforcer la gouvernance institutionnelle des régimes de retraite par la mise sur pied d'une instance de surveillance formelle, laquelle pourra émaner des mécanismes en place ou être créée de toute pièce.

Nos recommandations s'articulent autour des thèmes suivants :

- A. Gouvernance intégrée;
- B. Encadrement de la gouvernance au niveau de chaque régime (micro);
- C. Gouvernance en pratique;
- D. Encadrement de la gouvernance à l'échelle systémique (macro).

La mise en œuvre de la plupart de ces recommandations peut être soit volontaire, soit législative ou réglementaire (modification à la loi). Une réflexion par les instances appropriées, par exemple la Régie des rentes du Québec ou le ministère de tutelle, serait utile à cet égard.

A. Gouvernance intégrée

Les recommandations qui suivent portent principalement sur l'élaboration de leur vision, mission et stratégie par les régimes de retraite, ces responsabilités incombant au comité de retraite. La perspective retenue est que la gouvernance d'un régime de retraite comprend trois facettes complémentaires. D'une part, le comité de retraite doit se donner une vision et une mission claires et cohérentes avec la réalité socio-économique du régime, laquelle comprend entre autres les engagements. Par la suite, le comité doit formuler une stratégie qui est cohérente avec cette vision et cette mission.

- A1. Le comité de retraite doit formuler des énoncés de vision et de mission clairs fondés sur la réalité socio-économique du régime mais qui traduisent également les attentes à long terme. Ces énoncés serviront à évaluer le succès du comité à répondre aux attentes des parties prenantes.*
- A2. Sur la base de la vision et de la mission qu'il s'est donné, le comité de retraite doit élaborer une stratégie qui se décline en différents objectifs. Ces objectifs porteront sur la gestion de l'actif, du passif et des risques.*
- A3. Dans une perspective de gouvernance intégrée, un élément clé de la stratégie est l'élaboration d'un budget de risque, lequel traduit la tolérance du comité de retraite face aux différents risques qu'il rencontrera dans l'atteinte de ses objectifs.*
- A4. Le comité de retraite devra adopter une politique de suivi formelle quant aux différents aspects de la gestion du régime (gestion de l'actif, du passif et des risques).*
- A5. La composition du comité de retraite devrait refléter les enjeux auquel il fait face.*

- Un constat qui émerge de nos entretiens est à l'effet que plusieurs comités de retraite ont une vision unidimensionnelle de leurs responsabilités, en focalisant soit sur la gestion de l'actif sans se préoccuper du passif ou, alternativement, en se préoccupant uniquement d'avantages, ayant délégué la gestion de l'actif à un sous-comité. Cette gouvernance en silo n'est pas conforme aux meilleures pratiques en gouvernance d'entreprise et est également incompatible avec une vision moderne de la gestion des institutions financières, lesquelles gèrent de manière intégrée leur actif et leur passif. À cet égard, il faut noter que la politique de placement n'est pas une fin en soi mais bien le reflet d'une stratégie globale et intégrée qui découle d'une vision et d'une mission clairement définies. À cet égard, les codes de meilleures pratiques en gouvernance d'entreprise font

- clairement ressortir que les conseils d'administration ou, dans le présent cas, les comités de retraite, sont responsables de s'assurer que la stratégie d'une entité est mise en œuvre et, par conséquent, de l'approbation de la vision, des objectifs et de la stratégie à long terme (voir, par exemple, Building High Performance Boards, Canadian Coalition for Good Governance, 2013).
- Du point de vue de la gestion de l'actif, la vision stratégique élaborée par le comité de retraite devrait considérer à la fois les attentes de rendement et celles relatives au risque. Ces attentes devront être les plus précises possibles, le tout afin de faciliter le suivi ultérieur.
 - Ces attentes relatives à la relation risque-rendement devraient être cohérentes avec le niveau de tolérance au risque défini par le comité compte tenu des engagements du régime de retraite. En d'autres termes, le comité de retraite devrait s'assurer que la politique de placement et les engagements du régime soient en harmonie et, ultimement, permettent d'atteindre les objectifs à long terme que le régime s'est donné.
 - L'ensemble de ces tâches et responsabilités devront être considérées dans l'élaboration du budget de gouvernance du régime, lequel est défini en B.

B. Encadrement de la gouvernance au niveau de chaque régime (micro)

Les recommandations qui suivent portent principalement sur les structures et moyens de gouvernance à mettre en place au sein des régimes de retraite, le but étant de s'assurer que ces instances oeuvrent dans une perspective de gouvernance intégrée telle que décrite ci-haut. Ultimement, nous croyons qu'une telle approche mènera à la création de valeur à long terme, tel que suggéré par notre recension des écrits.³

- B1. Les comités de retraite devraient être constitués dans la perspective de favoriser les analyses et les discussions critiques. Les comités de retraite devraient « prendre possession » de toutes les décisions stratégiques effectuées par le régime de retraite. Par conséquent, le comité devrait afficher une taille efficace selon ces critères. En outre, ceci implique également que le comité ne peut s'abriter derrière des avis d'experts pour prendre ses décisions.*
- B2. Les comités de retraite devraient demeurer l'instance décisionnelle et de reddition des comptes dans la gouvernance d'un régime. Par conséquent, tout sous-comité devrait être un sous-ensemble du comité de retraite : en d'autres termes, seuls les membres d'un comité de retraite devraient pouvoir être membres d'un sous-comité.*
- B3. La constitution d'un sous-comité de placement, responsable de l'allocation des actifs compte tenu du budget de risque, de la sélection des gestionnaires d'actif,*

³ Voir, entre autres, Anita Anand, 2013, The Value of Governance, University of Toronto, Faculty of Law.

du suivi des gestionnaires et du suivi rapproché sur une base continue (p.ex., mensuelle) de la performance de l'actif.

- B4. La constitution d'un sous-comité de gouvernance devrait être envisagée. Ce sous-comité serait responsable de la surveillance des risques dans une perspective à long terme compte tenu des paramètres de tolérance au risque adoptés par le comité de retraite.*
- B5. Une rémunération, ne serait-ce que symbolique, devrait être envisagée.*
- B6. Un budget de gouvernance devrait être alloué sur une base annuelle pour la formation (connaissances) et le développement des compétences des membres du comité de retraite.*

Les pratiques et les recherches en gouvernance d'entreprise nous permettent de dégager un certain nombre de constats qui nous apparaissent pertinents pour l'encadrement de la gouvernance des régimes de retraite :

- La taille des conseils d'administration a fondu au cours des dernières années. L'exemple le plus éloquent est celui des banques canadiennes, dont les conseils ont déjà compté jusqu'à 60 personnes avant les années 90. Aujourd'hui, ces mêmes banques, dont l'ampleur financière et la complexité sont beaucoup plus grandes qu'alors ont toutes des conseils avec moins de 20 membres. Ainsi, la Banque Royale du Canada, qui affiche près de 1 000 milliards \$ d'actif, a un conseil d'administration composé de 15 membres. De fait, la plupart des sociétés cotées ont aujourd'hui des conseils dont la taille varie entre 8 et 12.
- Les responsabilités fiduciaires des conseils d'administration nous permettent d'illustrer les attentes relatives aux membres de comités de retraite. Ainsi, quoique l'importance des préoccupations des actionnaires en termes de création de valeur soit importante pour les conseils, des jugements de la Cour suprême du Canada ont également mis en relief la nécessité pour les administrateurs de tenir compte des intérêts des autres parties prenantes. La leçon à tirer pour les comités de retraite est à l'effet que leur responsabilité ne s'arrête pas uniquement au rendement mais englobe tous les autres aspects liés à la gestion d'un régime de retraite.
- La jurisprudence relative aux responsabilités des administrateurs évolue et ceux-ci peuvent plus difficilement invoquer le recours à des experts, consultants ou gestionnaires pour se décharger de leurs obligations. En d'autres termes, les administrateurs se doivent de demeurer alertes et d'exercer leur jugement dans toute décision, le tout devant être reflété dans leur processus de prise de décision.
- Enfin, si le travail des conseils d'administration se fait de plus en plus en comité (audit, ressources humaines, gestion des risques, responsabilité sociale), le conseil en tant que groupe n'en demeure pas moins pleinement responsable et redevable de toute décision et, par conséquent, la dynamique comité-conseil devrait être continue, le rôle du président du conseil étant de s'assurer que le tout s'effectue

de manière fluide.⁴ À notre avis, ceci implique également que tous les membres des sous-comités devraient également être membres du comité de retraite, ce qui est la pratique en gouvernance d'entreprise.

En comparaison, notre recension de la littérature ainsi que nos entretiens font ressortir certaines dynamiques ou tendances qui possiblement minent l'efficacité de l'encadrement de la gouvernance des régimes de retraite :

- La taille de certains comités de retraite nous apparaît excessive. Dans la mesure où la plupart des entreprises canadiennes semblent capables de fonctionner avec des conseils d'administration d'environ 10 personnes, il nous semble que tout comité de retraite excédant cette taille devrait avoir à le justifier. Le comité de retraite a une responsabilité envers tous les membres du régime et doit éviter de devenir une assemblée de représentants de différentes factions, employeur inclus. À notre avis, l'augmentation du nombre de membres d'un comité de retraite favorise le développement de factions, mine la possibilité de créer une dynamique d'« équipe » forte et l'éloigne de sa mission première. L'instance risque d'acquiescer une valeur plus symbolique que substantive et le pouvoir réel risque alors de migrer vers les experts.
- Tout sous-comité du comité de retraite devrait être composé uniquement de membres du comité de retraite et devrait faire rapport à toute réunion du comité. Cette recommandation est cohérente avec la logique de gouvernance organisationnelle qui s'est développée au cours des dernières années. Les meilleures pratiques en gouvernance d'entreprise sont à l'effet que le conseil d'administration est responsable et redevable de la mise en œuvre de la stratégie organisationnelle et, ultimement, de sa performance (Voir *Building High Performance Boards*, Canadian Coalition for Good Governance, 2013). Appliquée au fonctionnement des comités de retraite, cette perspective amène possiblement à revoir les tendances récentes à la délégitimation de pouvoirs vers les sous-comités de placement et la nomination de membres externes à de tels comités. Ces deux tendances peuvent possiblement déresponsabiliser le comité de retraite et soulèvent des questions quant à la cohérence entre la stratégie du régime de retraite et sa mise en œuvre.
- L'évolution des marchés financiers et des risques actuariels ainsi que la complexité croissante des produits d'investissement rendent pertinents la mise sur pied d'un sous-comité de gouvernance, lequel sera le fer de lance dans l'élaboration d'une politique de gestion des risques et dans le suivi de cette politique.
- Enfin, nos entretiens nous révèlent que les membres externes de sous-comités de placement, typiquement les experts, sont généralement rémunérés pour leurs services, mais non les autres membres. Le versement d'une rémunération, ne serait-ce que symbolique a possiblement deux incidences. D'une part, un expert

⁴ Sur ces points, voir, entre autres, Yvan Allaire, 2008, L'indépendance des administrateurs : un enjeu de légitimité. Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques. Prise de position 3; Michel Magnan, 2014, Rémunération des administrateurs et gouvernance : enjeux et défis. Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques. Rapport de recherche.

interne dont on juge peu engagé pourra plus facilement être renvoyé du comité. D'autre part, recevoir une reconnaissance monétaire peut également responsabiliser une personne. Dans ce contexte, une rémunération, ne serait-ce que symbolique, pourrait être considérée.

E. Gouvernance en pratique

Les recommandations qui suivent portent principalement sur les attributs et comportements des personnes impliquées dans la gouvernance des régimes de retraite, à savoir les membres des comités de retraite. Ces recommandations sont inspirées entre autres des écrits en gouvernance d'entreprise mais également des travaux de Clark sur la gouvernance des caisses de retraite (voir Volet B). Essentiellement, et dans une perspective à moyen terme, la légitimité ainsi que la crédibilité des membres du comité de retraite sont des considérations incontournables.

- C1. Tous les membres de comités de retraite devraient afficher un niveau minimal de connaissances et de compétence pour garder leur poste. Une évaluation par les pairs, possiblement administrée par le président du comité, devrait être effectuée sur une base régulière.*
- C2. Des limites de mandat devraient être envisagées, tant pour les membres de comité de retraite que pour les membres de sous-comités.*
- C3. La fréquence des rencontres devraient être suffisante pour que le comité de retraite et le ou les sous-comités assument pleinement leur rôle et développent une dynamique de groupe efficace. De fait, il est probable que les sous-comités se rencontrent plus souvent que le comité lui-même.*
- C4. Les sous-comités devraient rendre compte de leurs travaux à chaque réunion du comité de retraite.*
- C5. Les processus de sélection et de suivi des gestionnaires de portefeuille devraient être revus.*
- C6. Les comités doivent être attentifs à l'évolution des marchés financiers et revoir la politique de placement de manière dynamique.*

- Au cours des dernières années, à la suite de plusieurs rapports et études, les exigences relatives aux membres de conseils d'administration ont été relevées. Ainsi, les autorités de réglementation ont mis de l'avant l'importance de l'indépendance des administrateurs vis-à-vis la direction ainsi que leurs compétences. En outre, plusieurs observateurs jugent essentiels que les administrateurs soient légitimes et crédibles (compétents). Une telle tendance n'est pas clairement observable au sein des comités de retraite.

- La légitimité d'un membre de comité de retraite ainsi que sa crédibilité sont les fondements de la bonne gouvernance.⁵ Toutefois, ces deux qualités ne sont pas nécessairement associées. En outre, la nature potentiellement élective des membres de comités de retraite (notamment en ce qui a trait aux représentants des employés) renforce certes leur légitimité mais ne garantit pas leur crédibilité et compétences. Plusieurs personnes rencontrées lors de nos entretiens mentionnent d'ailleurs que le manque de compétences de plusieurs membres de comités de retraite les rend 1) incapables d'apprécier les mérites ou non d'une stratégie donnée et 2) influençables par des personnes jugées « expertes ». En outre, les constats de Clark et Urwin quant aux meilleures pratiques en matière de gouvernance de caisse de retraite ainsi que les travaux en gouvernance indiquent clairement qu'un niveau de compétence suffisant est requis des membres d'un comité de retraite afin que celui-ci puisse s'acquitter de ses tâches et responsabilités de manière efficace.
- Il est important de noter qu'il ne s'agit pas ici de miser uniquement sur « l'expertise » et la nomination de membres « indépendants », ce qui risquerait de détacher la gestion du régime de ses membres.
- Plusieurs moyens peuvent être utilisés pour rehausser le niveau de compétence des comités de retraite :
 - il faut miser sur la formation et le développement des compétences. À cet égard, un budget de gouvernance devrait être alloué au comité de retraite et un programme de développement personnel obligatoire devrait être assumé par tous les membres;
 - le président du comité devrait également procéder à une évaluation par les pairs (formelle ou informelle) de la performance des membres du comité de retraite sur une base récurrente et communiquer les résultats agrégés à l'ensemble du comité;
 - le nombre de réunions du comité de retraite (et des sous-comités) devrait être suffisant pour que l'instance puisse bien s'acquitter de ses responsabilités, avec toute l'information nécessaire. En outre, la tenue de réunions à une fréquence raisonnable favorisera l'apprentissage des nouveaux membres du comité ainsi que le développement des compétences de par l'information qui y sera transmise;
 - un niveau minimal de présence devrait être requis de la part de chaque membre du comité (ou sous-comité) et la dérogation à cette exigence soulignée en plus d'être explicitement considérée dans l'évaluation de la performance.
- Il faut également s'assurer que les communications et relations entre le comité dans son ensemble et les sous-comités (gestion des risques, placement) soient fluides et en continu, le but ultime étant de s'assurer que le comité de retraite demeure le lieu de débat et de prise de décision ultime pour toutes les questions touchant la performance et la gestion du régime de retraite. Les sous-comités devraient donc présenter à chaque réunion du comité une synthèse de leurs discussions avant d'amener des points pour décision.

⁵ Yvan Allaire. 2008. L'indépendance des administrateurs – un enjeu de légitimité. Prise de position 3, Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques.

- Finalement, des membres élus mais peu engagés peuvent difficilement être démis de leur fonction ou remerciés par le comité. Dans ces conditions, il est suggéré que les comités de retraite se dotent d'une politique par défaut en limitant la durée des mandats des membres de comité. Cette politique pourrait prendre la forme suivante, par exemple, un mandat de deux ans, renouvelable une seule fois, ou encore un mandat de un an, renouvelable deux ou trois fois. Un horizon de 3 ou 4 ans nous semble nécessaire pour, d'une part, permettre aux nouveaux membres d'acquérir les connaissances requises pour s'acquitter de leur tâche.
- Les décisions relatives à la gestion de l'actif constituent un aspect important de la gouvernance des régimes de retraite et, à cet égard, le choix des gestionnaires de portefeuille est particulièrement critique. Ces choix devraient être guidés par la stratégie de la caisse de retraite et l'évaluation des gestionnaires devrait aller au-delà de la comparaison relative aux indices de référence pour privilégier l'alignement stratégique. En d'autres termes, la sélection et l'évaluation de la performance des gestionnaires de portefeuille devraient être guidés par leur respect des objectifs stratégiques de la caisse et du mandat qui leur a été confié. Relativement au processus de sélection des gestionnaires de portefeuille, il nous semble important de souligner que le comité de retraite et le sous-comité de placement doivent jouer un rôle actif à cet égard.

F. Encadrement de la gouvernance à l'échelle systémique (macro)

Les régimes de retraite sont un secteur critique de notre économie de par l'ampleur de leur actif sous gestion et du nombre de personnes dont l'avenir financier en dépend. Les dernières années nous fournissent plusieurs illustrations alarmantes à cet égard, au Québec et ailleurs dans le monde. De ce fait, les succès et surtout les échecs des caisses de retraite ont ultimement une incidence politique et sociale en plus d'avoir des implications économiques. Nous croyons donc qu'une réflexion devrait être amorcée quant à la surveillance systémique des régimes de retraite québécois et à la mise sur pied d'une instance focalisée de surveillance.

Motivation

Cette recommandation repose sur le constat suivant. Les régimes de retraite 1) gèrent des sommes importantes, 2) sont redevables à des centaines de milliers de personnes, 3) jouent un rôle important sur les marchés financiers, 4) investissent de plus en plus dans des classes d'actifs dont les risques sont moins bien calibrés ou connus. Par contre, il y'a un contraste important entre la surveillance à laquelle ils sont sujets contraste et celle imposée à d'autres acteurs du monde financier.

Un autre élément dans cette analyse est à l'effet que les organismes de surveillance dans le secteur financier, qu'ils soient gouvernementaux (p.ex., le BSIF est une instance au sein du Ministère des Finances du Canada) ou d'auto-réglementation (p.ex., ORCVM),

sont en général dédiés et focalisés dans leur mandat. Cette focalisation leur permet d'acquérir l'expertise et les compétences requises pour une surveillance efficace.

Sans nécessairement recommander une réglementation excessive et trop lourde, il nous semble qu'un juste milieu en la matière serait souhaitable compte des enjeux qui entourent la gouvernance des régimes de retraite. Par conséquent, nous considérons qu'il serait souhaitable qu'une réflexion soit amorcée quant au mode de surveillance des régimes et caisses de retraite québécois.

Jusqu'à présent, ce rôle a été assumé par la Régie des rentes du Québec (RRQ), laquelle cumule à la fois des responsabilités réglementaires (p.ex., application des différentes lois relatives aux régimes de retraite) et des responsabilités opérationnelles, notamment en rapport avec le Régime des rentes du Québec. L'organisation de la Régie reflète d'ailleurs cette dualité avec une vice-présidence aux services à la clientèle et une vice-présidence aux politiques et aux programmes, cette dernière comptant 7 directions, dont la direction des régimes de retraite, laquelle est responsable du suivi des régimes de retraite et de la gestion des cas problèmes.

Mandat

La mise sur pied d'une instance dédiée exclusivement à l'application de la loi sur les régimes complémentaires de retraite et à la surveillance des régimes et caisses de retraite qui en découlent nous apparaît une manière de relever la visibilité et l'attention portée aux régimes de retraite non-gouvernementaux. Cette instance devrait également avoir un mandat large englobant à la fois le passif mais également l'actif des régimes de retraite, notamment en matière de stratégie de placement et de gestion des risques. Enfin, cette instance devrait se doter d'une mission en matière d'éducation et de formation relative à la gouvernance des régimes de retraite.

Il va de soi qu'une telle instance devrait regrouper des ressources humaines avec expertise en actuariat mais également en gestion d'actif (placements boursiers, immobiliers, etc.), en gestion des risques, en gouvernance, en systèmes d'information et en formation.

D'un point de vue juridique et organisationnel, cette instance pourrait être autonome et se rapporter à un ministre de tutelle (de manière similaire à l'AMF), soit évoluer au sein d'un autre organisme (par exemple, la RRQ, mais en relevant son niveau au sein de l'organisation) ou, enfin, être une initiative conjointe. L'élément important dans toutes ces possibilités est de s'assurer que les bonnes expertises se retrouvent au bon endroit et que l'instance de surveillance ait un mandat et une marge de manœuvre clairement définis.

Le mandat de cette instance devrait idéalement porter sur tous les aspects émanant de la gouvernance des régimes de retraite qui ont été discutés ci-haut : gestion intégrée de

l'actif et du passif selon un budget de risque, efficacité des mécanismes de gouvernance d'un régime, relations avec les gestionnaires externes d'actif, compétences des personnes impliquées dans la gouvernance et la gestion des régimes de retraite, etc. Cette surveillance devrait être guidée par une préoccupation de gestion des risques, à l'échelle de chaque régime mais également à l'échelle du système québécois de retraite.



1130, rue Sherbrooke Ouest, bureau 1400, Montréal (Québec) H3A 2M8

Tél. : 514-985-4000 • Téléc. : 514-985-4039

www.cirano.qc.ca • info@cirano.qc.ca

Centre interuniversitaire de recherche en analyse des organisations
Center for Interuniversity Research and Analysis on Organizations