

# Synthèse de connaissances

---

*Analyse d'expériences  
nord-américaines*

*Canaliser les capitaux des  
caisses de retraite pour financer  
le développement territorial  
et l'économie sociale*



Partenariat entre l'Institut de recherche en économie contemporaine (IRÉC) et Territoires innovants en économie sociale et solidaire (TIESS)  
Rédigée par Évelyne Beaudin, Robert Laplante et Michel Lizée  
Septembre 2016

---

## Table des matières

|                                                                                                                                                        |           |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Avant-propos .....</b>                                                                                                                              | <b>3</b>  |
| <b>Sommaire .....</b>                                                                                                                                  | <b>3</b>  |
| <b>Introduction.....</b>                                                                                                                               | <b>6</b>  |
| <b>Chapitre 1 : Expériences inspirantes.....</b>                                                                                                       | <b>8</b>  |
| Le cas des hypothèques indexées .....                                                                                                                  | 9         |
| Le cas de l'AFPC à Ottawa .....                                                                                                                        | 16        |
| Le cas de Concert Properties .....                                                                                                                     | 18        |
| Le cas de régimes de retraite américains .....                                                                                                         | 22        |
| CalPERS .....                                                                                                                                          | 26        |
| CalSTRS.....                                                                                                                                           | 29        |
| Les régimes de retraite de New York .....                                                                                                              | 31        |
| NYSLRS .....                                                                                                                                           | 32        |
| NYCERS.....                                                                                                                                            | 34        |
| <b>Chapitre 2 : Le contexte actuel des caisses de retraite.....</b>                                                                                    | <b>37</b> |
| <b>Chapitre 3 : Possibilités d'expansion de l'économie sociale et du développement territorial avec accès à de nouvelles sources de capitaux .....</b> | <b>44</b> |
| <b>Conclusion : Jeter les bases d'une culture de rapprochement et de collaboration .....</b>                                                           | <b>51</b> |
| <b>Bibliographie.....</b>                                                                                                                              | <b>56</b> |

## Avant-propos

Cette synthèse de connaissances a été produite parallèlement à l'organisation d'un séminaire de réflexion qui s'est tenu le 30 mai 2016. Cette journée organisée par Territoires innovants en économie sociale et solidaire (TIESS) et l'Institut de recherche en économie contemporaine (IRÉC) a permis de rassembler une quarantaine de personnes pour explorer les possibilités d'arrimage entre les besoins d'investissement des caisses de retraite et les besoins de financement de l'économie sociale et du développement territorial. Tant le milieu syndical et académique que celui de l'économie sociale, des caisses de retraite et de la finance solidaire et plus traditionnelle étaient présents. Ce séminaire a permis de partager les résultats du présent document et de mieux comprendre les défis et enjeux qui entourent cette intermédiation financière. En s'inspirant d'expériences canadiennes et internationales, les participants ont réfléchi au bien-fondé et aux possibilités de mise en œuvre de telles approches pour permettre le développement de partenariats gagnants. Le fruit de ces réflexions a été par la suite intégré à la synthèse de connaissances que nous livrons ici.

## Sommaire

Dans le contexte québécois actuel où les acteurs du milieu de l'économie sociale et du développement territorial cherchent à diversifier leurs sources de financement et où les préoccupations sociales et environnementales des individus sont croissantes, certains entrevoient comme solution la possibilité pour les régimes de retraite<sup>1</sup> de s'initier à la finance solidaire. Cette forme d'investissement responsable a pour but de favoriser le développement économique des communautés locales et des entreprises d'économie sociale.

Pour réussir, cet arrimage entre deux mondes qui ne sont pas habitués à se côtoyer doit tenir compte des particularités propres à chacun d'eux. Les régimes de retraite désirent habituellement effectuer des placements de long terme par tranches minimales de 50 millions de dollars, et avec des frais de gestion minimaux. De leur côté, les acteurs de l'économie sociale et du développement territorial proposent généralement des projets nécessitant des investissements d'une échelle inférieure, demandant un accompagnement, et ils adoptent eux aussi une vision à plus long terme. Les uns comme les autres n'ont pas le réflexe de se consulter mutuellement pour chercher des solutions à leurs dilemmes d'investissement ou de financement : c'est toute une culture qui doit changer pour permettre un heureux mariage.

Afin de combler les besoins de ces acteurs, de nouveaux modes d'intermédiation doivent être mis en place. Grâce à différents partenariats, il devient possible de créer des produits financiers offrant des rendements ajustés au risque qui pourront intéresser les caisses de retraite et compléter ou agrandir l'offre de financement actuelle pour le développement de l'économie sociale. De plus, ces formes d'investissements produisent des avantages collatéraux significatifs pour l'environnement économique du Québec, en créant de l'emploi, en revitalisant des secteurs qui en ont besoin et en améliorant la qualité de vie des gens.

---

<sup>1</sup> Les expressions « régime de retraite » et « caisse de retraite » sont employées indistinctement dans ce document.

Une recension des expériences existantes en Amérique du Nord a permis de constater que la porte d'entrée amenant les régimes de retraite à s'intéresser au développement territorial est souvent celle de l'immobilier. Le secteur québécois de l'immobilier collectif, incluant les OSBL et les coopératives d'habitation, est très vaste. Ces dernières ont pu bénéficier par le passé de financement issu des caisses de retraite. Effectivement, une expérience de prêt hypothécaire indexé a eu cours au Canada durant quelques années; cet outil permettait d'une part aux caisses de retraite de bénéficier d'un taux de rendement réel garanti et protégé des effets de l'inflation, et facilitait d'autre part la création de nouvelles coopératives d'habitation grâce à un financement novateur permettant de réduire les charges hypothécaires dans les premières années d'exploitation (chapitre 1).

Une autre expérience qui a été étudiée est celle du régime de retraite des employés du syndicat de l'AFPC (Alliance de la Fonction publique du Canada), qui a investi dans le développement du logement abordable dans la région d'Ottawa grâce à des certificats de placement garantis (chapitre 1). Ce projet a été rendu possible grâce à la mobilisation de plusieurs acteurs : des institutions financières, des acteurs de la communauté, un centre de recherche universitaire et un régime de retraite. L'étude de cette expérience montre également que la crise financière a ralenti le mouvement de l'investissement responsable, car leur projet a pris fin en 2008.

Concert Properties, pour sa part, est un cas unique d'entreprise immobilière détenue à 100 % par des régimes de retraite canadiens (chapitre 1). Grâce à des dispositions législatives particulières et à la collaboration de la Ville de Vancouver, cette compagnie a pu construire du logement abordable dont l'accessibilité du loyer est garantie dans le temps. Avec des rendements d'environ 9-10 % sur l'investissement, il n'est pas étonnant que la plupart des régimes de retraite qui la détenaient au départ soient encore propriétaires aujourd'hui et qu'ils aient racheté toutes les parts qui ont été émises au fil du temps.

Quatre caisses de retraite américaines s'étant engagées sur la voie de la revitalisation urbaine de leur État (Californie et New York) ou de leur ville (New York) sont étudiées dans ce rapport : CalPERS, CalSTRS, NYSLRS et NYCERS (chapitre 1). L'une des particularités qui ressort de l'étude de ces régimes de retraite est qu'ils ont souvent investi non seulement dans le but premier d'obtenir de bons rendements et de verser des prestations plus généreuses à leurs membres, mais également dans le but second de leur offrir d'autres bénéfices : la disponibilité de logements abordables, la revitalisation de la région, la création d'emplois, etc. Elles ciblent souvent les marchés domestiques émergents mal desservis en capitaux, où plusieurs entreprises sont la propriété de femmes ou de minorités ethniques, et encouragent l'emploi de la main-d'œuvre bénéficiant de bonnes conditions de travail.

L'un des obstacles majeurs à l'utilisation des capitaux des régimes de retraite pour le financement de l'économie sociale et du développement territorial est celui de la préoccupation des régimes de retraite envers le respect de leur responsabilité fiduciaire (chapitre 2). L'Initiative Financière du Programme des Nations Unies pour l'environnement (UNEP FI) a déjà consacré deux ouvrages substantiels à l'étude de cette question (en 2005 et 2015) pour conclure qu'il est tout à fait possible, et même souhaitable, que les régimes de retraite prennent en considération des critères extrafinanciers dans leurs stratégies d'investissement. On y aborde principalement

l'intégration de critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG), ce qui peut être considéré comme la première étape vers l'adoption d'une approche de finance solidaire.

Enfin, la dernière section de ce rapport se consacre à l'illustration d'éventuels projets québécois arrimant les besoins des régimes de retraite à ceux des acteurs de l'économie sociale et du développement territorial (chapitre 3). Il y est démontré que les besoins de financement de l'économie sociale et du développement territorial ne sont pas tous comblés actuellement, car il existe peu de sources importantes de capital patient. Il existe ainsi des besoins importants au niveau de la construction et de la rénovation des logements abordables offerts en immobilier collectif au Québec. Effectivement, environ 18 % des ménages du Québec consacrent plus de 50 % de leur revenu au paiement du loyer, ce qui démontre que les besoins sont loin d'être comblés. De plus, les projets de revitalisation urbaine, comme ceux de la Société de développement Angus, pourraient se multiplier au Québec avec l'accès à des sources importantes de capital patient, tout comme on pourrait voir se développer davantage les infrastructures sociales que représentent, par exemple, les centres de la petite enfance et les petites maisons pour aînés. Les entreprises d'économie sociale œuvrant dans le secteur des ressources naturelles constituent une autre possibilité d'investissement prometteuse pour les régimes de retraite, avec la particularité d'offrir un soutien au développement économique des régions rurales. En effet, la Fédération québécoise des coopératives forestières a déjà lancé des projets pilotes pour l'exploitation de la biomasse forestière et pourrait bénéficier de la collaboration avec des investisseurs institutionnels. Enfin, nous abordons le cas de l'investissement de la Caisse de dépôt et placement du Québec dans le transport en commun de la région de Montréal, qui permettra de développer un système léger sur rails de 67 km comportant 24 stations. La logique de cet investissement est intéressante, car elle illustre à la fois la recherche de bons rendements ainsi qu'une volonté d'améliorer les déplacements sur le territoire du Québec grâce à une collaboration avec le gouvernement, ce qui se rapproche de certaines stratégies d'investissement des caisses de retraite américaines étudiées au chapitre 1. Il est néanmoins important de souligner qu'il ne s'agit pas d'un projet d'économie sociale et que la pérennité des services prévus n'est pas ici garantie sur le long terme puisqu'un rachat étranger reste possible.

C'est donc bien un vaste chantier qu'il reste à développer en matière d'investissement responsable dans le milieu de la finance, mais le contexte actuel pourrait être propice à sa réalisation. Ce rapport ne constitue qu'une première étape vers la mise en place de partenariats efficaces pour arrimer les besoins des caisses de retraite à ceux de l'économie sociale et du développement territorial. L'identification des possibilités de collaboration et de leurs conditions de mise en œuvre permettra éventuellement la concrétisation de projets porteurs pour l'économie du Québec.

## Introduction

La question de l'utilisation des capitaux des régimes de retraite pour servir des projets de développement n'est pas nouvelle. C'est d'ailleurs de cette préoccupation qu'est née la Caisse de dépôt et placement. La croissance des réservoirs de capitaux, de même que la volonté de plus en plus affirmée de la part de groupes dont ils assurent la retraite de collaborer plus directement à la construction du bien commun, ouvrent désormais des voies nouvelles. Aujourd'hui, il devient nécessaire de faire naître une nouvelle génération d'outils d'investissement qui viendront compléter et conforter le travail des institutions en place afin de faire écho aux préoccupations émergentes. C'est une tâche rendue nécessaire pour trois raisons.

1. On constate une double tendance au sein des régimes de retraite. D'une part, en raison de la persistance du faible niveau des taux d'intérêt, elles sont insatisfaites des produits de moyen et long terme (en particulier les obligations) ainsi que de la volatilité élevée des marchés boursiers et ont en conséquence développé un appétit pour de nouveaux produits hybrides. D'autre part, certains régimes de retraite font face à une demande grandissante de la part de leurs cotisants pour des investissements responsables. Cette tendance se traduit, un peu partout en Amérique du Nord et ailleurs, par l'adhésion de ces fonds institutionnels à diverses initiatives qui s'inscrivent dans le vaste mouvement de la finance socialement responsable (ex. PRI — Principles for Responsible Investment de l'ONU), l'application de critères de rendement (comme les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance — ESG) ou encore la finance sociale (*impact investing*).
2. Parallèlement à ce constat, on assiste à une réduction des dépenses publiques et à la mise en place de politiques publiques redéfinissant les modes de financement de vastes secteurs de l'économie sociale, comme ceux des centres de la petite enfance (CPE) ou de l'habitation. Ce contexte nous pousse plus que jamais à explorer les possibilités de mobiliser les capitaux des régimes de retraite. Des besoins et des défis nouveaux nous obligent par ailleurs à dépasser la logique strictement défensive et à inventer des outils pour y répondre.
3. Enfin, indépendamment des conséquences des politiques d'austérité, de nombreux projets d'entrepreneuriat social et collectif émergent (transition énergétique, économie numérique, etc.). Ces projets nécessitent souvent d'importants investissements en capitaux auxquels le système financier peine à subvenir.

Dans le contexte québécois, le mouvement est encore faiblement développé et il est plutôt désigné par l'expression de *finance solidaire*, c'est-à-dire d'investissement destiné exclusivement au développement économique communautaire et aux entreprises d'économie sociale. Devant les défis qui s'annoncent, et pour mieux accompagner les pratiques novatrices qui pointent un peu partout sur le territoire, il devient impératif de réfléchir aux meilleurs moyens de concevoir l'arrimage des canaux et des outils d'intermédiation entre les capitaux des régimes de retraite et les entreprises d'économie sociale favorisant le développement

territorial. La valeur marchande des régimes de pension agréés au Canada étant de plus de 1 500 milliards de dollars, cette question mérite réflexion.

Malgré un contexte propice à l'innovation dans ces pratiques, la question a été peu abordée, et il convient de faire un bilan des connaissances existantes en la matière. À travers une recension et une analyse d'expériences pertinentes, le chapitre 1 vise à nourrir la réflexion des acteurs de l'économie sociale, de la finance solidaire et des régimes de retraite du Québec, et démontre la faisabilité et la rentabilité de tels investissements. Le deuxième chapitre est consacré au principe de la responsabilité fiduciaire qui incombe aux régimes de retraite. Enfin, le troisième et dernier chapitre tâche d'illustrer les possibilités en matière d'économie sociale et de développement territorial au Québec si ces initiatives accédaient à une échelle de financement de l'envergure de celle qu'offrirait l'utilisation des capitaux des régimes de retraite.

### **L'économie sociale : une définition**

On entend par «économie sociale», l'ensemble des activités économiques à finalité sociale réalisées dans le cadre des entreprises dont les activités consistent notamment en la vente ou l'échange de biens ou de services et qui sont exploitées conformément aux principes suivants:

- 1° l'entreprise a pour but de répondre aux besoins de ses membres ou de la collectivité;
- 2° l'entreprise n'est pas sous le contrôle décisionnel d'un ou de plusieurs organismes publics au sens de la Loi sur l'accès aux documents des organismes publics et sur la protection des renseignements personnels ([chapitre A-2.1](#));
- 3° les règles applicables à l'entreprise prévoient une gouvernance démocratique par les membres;
- 4° l'entreprise aspire à une viabilité économique;
- 5° les règles applicables à l'entreprise interdisent la distribution des surplus générés par ses activités ou prévoient une distribution de ceux-ci aux membres au prorata des opérations effectuées entre chacun d'eux et l'entreprise;
- 6° les règles applicables à la personne morale qui exploite l'entreprise prévoient qu'en cas de dissolution, le reliquat de ses biens doit être dévolu à une autre personne morale partageant des objectifs semblables.

*Définition tirée de la loi-cadre sur l'économie sociale adoptée par l'Assemblée nationale du Québec en octobre 2013*

## Chapitre 1 : Expériences inspirantes

Dans ce chapitre, différentes pratiques innovantes seront exposées afin d'inspirer les acteurs du milieu qui désirent arrimer les capitaux des régimes de retraite au développement territorial et à l'économie sociale. Ces pratiques sont variées : de la création d'une entreprise immobilière par des régimes de retraite à l'adoption de politiques d'investissement à vocation économique au sein des comités de retraite, elles se déroulent aussi bien à Vancouver, qu'à Ottawa, à New York et en Californie. Les régimes de retraite ayant décidé d'opter pour ce type d'investissement le font pour diversifier leurs classes d'actifs, ce qui permet de diminuer le risque de leur portefeuille et d'en augmenter la rentabilité. L'objectif de cette section n'est pas de convaincre le lecteur de reproduire en contexte québécois les faits et gestes présentés, mais plutôt de démontrer que des possibilités existent, et qu'il suffit d'un peu de créativité pour obtenir de bons rendements financiers tout en contribuant positivement à l'économie québécoise.

En fait, plusieurs régimes de retraite s'éloignent graduellement d'une logique de placement purement financier afin de favoriser une logique plus proche de l'investissement même si elle requiert toujours une forme d'intermédiation. En d'autres mots, plutôt que de chercher à placer leurs capitaux dans les produits financiers habituels sur les marchés publics, qui ont peu d'impact concret pour le développement économique, ils cherchent à utiliser leurs capitaux de façon à influencer l'environnement économique. C'est ce qui ressort de l'analyse des décisions des régimes de retraite qui sont étudiés dans ce chapitre.

Notons que plusieurs aspects communs ressortent de ces différentes expériences. Tout d'abord, les caisses de retraite se sont rarement aventurées seules sur le terrain des investissements à vocation économique. Elles ont toujours cherché à travailler en collaboration avec des partenaires détenant une expertise complémentaire à la leur. D'ailleurs, l'atteinte de bons rendements ajustés au risque n'a jamais été perdue de vue, les impacts dans la communauté ayant toujours eu le statut d'avantages collatéraux. Dans aucun des cas présentés ci-dessous les rendements n'ont été sacrifiés pour l'obtention d'avantages sociaux. Vous remarquerez que l'immobilier se retrouve dans chacune de ces expériences, sans doute parce qu'il s'agit d'un secteur fortement capitalisé de l'économie, ce qui permet d'atteindre plus facilement l'échelle d'investissements des régimes de retraite, mais aussi parce que le risque est mitigé par le fait qu'il s'appuie sur un collatéral, l'immobilier, lequel a une valeur intrinsèque relativement stable et pérenne. Enfin, les placements privés semblent être la suite logique pour laquelle optent les régimes de retraite, puisqu'ils sont également nombreux parmi les expériences abordées, et ils sont généralement plus récents.

## Le cas des hypothèques indexées<sup>2</sup>

*Le prêt hypothécaire indexé est une idée originale de la Fédération de l'habitation coopérative du Canada (FHCC), qui a convaincu le gouvernement fédéral de mettre en place cet outil intéressant. Il visait à inciter des régimes de retraite et d'autres investisseurs institutionnels à investir plus de 1 milliard de dollars pour le développement de coopératives d'habitation. Des modalités particulièrement bien adaptées aux besoins et aux contraintes à la fois des coopératives d'habitation et des régimes de retraite caractérisaient le programme.*

Le prêt hypothécaire indexé est un outil financier qui a été mis sur pied en 1985 dans le cadre du Programme fédéral des coopératives d'habitation (PFCH). Il était administré par la Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL). Il a été aboli en 1993 lorsque le gouvernement fédéral s'est retiré du secteur du logement abordable. La Figure 1 illustre le fonctionnement de ce programme :

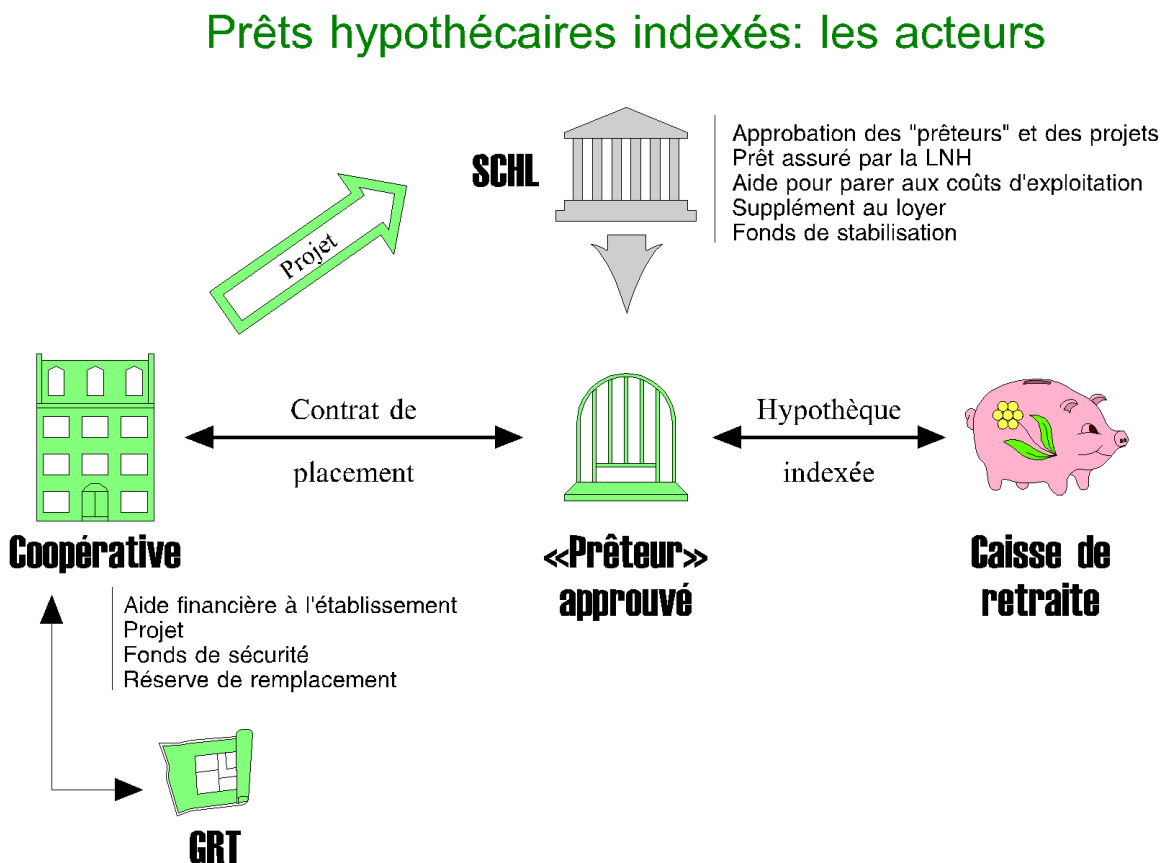


Figure 1 : Relations entre les acteurs des prêts hypothécaires indexés. Source : Lizée, 2002

Les groupes désirant fonder des coopératives étaient accompagnés par un groupe de ressources techniques (GRT) afin de concevoir le projet. Ensuite, ils présentaient leur projet à la Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL) pour approbation. Si le projet était approuvé,

<sup>2</sup> Merci à Allan Gaudreault pour ses commentaires et suggestions sur une version antérieure de ce document.

il obtenait une garantie qui prenait la forme d'une assurance prêt hypothécaire. La SCHL désignait alors un prêteur approuvé qui avait comme mandat de trouver des investisseurs institutionnels intéressés à acquérir des hypothèques indexées et d'effectuer la gestion administrative du prêt auprès de la coopérative et des régimes de retraite. Ce prêteur jouait le rôle d'intermédiaire entre les deux. Ceci permettait à la coopérative de ne pas avoir à traiter directement avec les régimes de retraite, et réciproquement, puisque l'intermédiaire faisait le démarchage de part et d'autre et s'occupait de la paperasse ainsi que du suivi des versements. On note toutefois que le rôle d'intermédiaire a également été joué par la FHCC ou par la SCHL (Gaudreault, 2010).

Les prêts hypothécaires indexés avaient un terme de 30 ans et pouvaient être prolongés jusqu'à 35 ans, au besoin. Le taux d'intérêt nominal était déterminé pour chaque hypothèque par un taux de rendement réel auquel on ajoutait l'inflation courante. Le taux de rendement réel était déterminé par les conditions de marché en vigueur au moment de l'émission et était à peu près équivalent en pratique au taux nominal des obligations fédérales 30 ans, grâce à la garantie fédérale de la SCHL sur le principal et en fonction du taux d'inflation à l'époque. La cédule des versements était déterminée de façon à ce que le niveau initial soit accessible pour la coopérative.

Cette structure particulière offrait un produit gagnant-gagnant aux coopératives d'habitation et aux régimes de retraite.

#### *A- Du point de vue des coopératives d'habitation*

Un des avantages découlait du fait que le prêt pouvait couvrir 100 % des coûts d'immobilisation. L'autre avantage majeur est que les mensualités étaient nettement plus faibles au départ qu'avec une hypothèque conventionnelle à paiements égaux et qu'elles augmentaient proportionnellement au taux d'inflation, duquel on avait soustrait 2 points de pourcentage. Cette caractéristique visait à s'arrimer avec le mode de développement des coopératives, dont la situation financière est plus difficile au départ mais s'améliore avec le temps. D'autre part, il suffisait à la coopérative d'augmenter les loyers proportionnellement au taux d'inflation pour s'assurer d'avoir la capacité financière d'effectuer ses paiements hypothécaires. Si elle procédait de la sorte, elle bénéficiait automatiquement d'une marge de manœuvre pour couvrir ses différents frais, grâce au taux d'atténuation de 2 %. La Figure 2 illustre la différence entre les paiements à effectuer pour un prêt hypothécaire indexé avec taux d'atténuation, un prêt hypothécaire indexé sans taux d'atténuation et un prêt hypothécaire à paiements égaux (la ligne horizontale vert pâle indique les versements pour une hypothèque conventionnelle tandis que la courbe verte indique les versements requis de la coopérative pour une hypothèque indexée) :

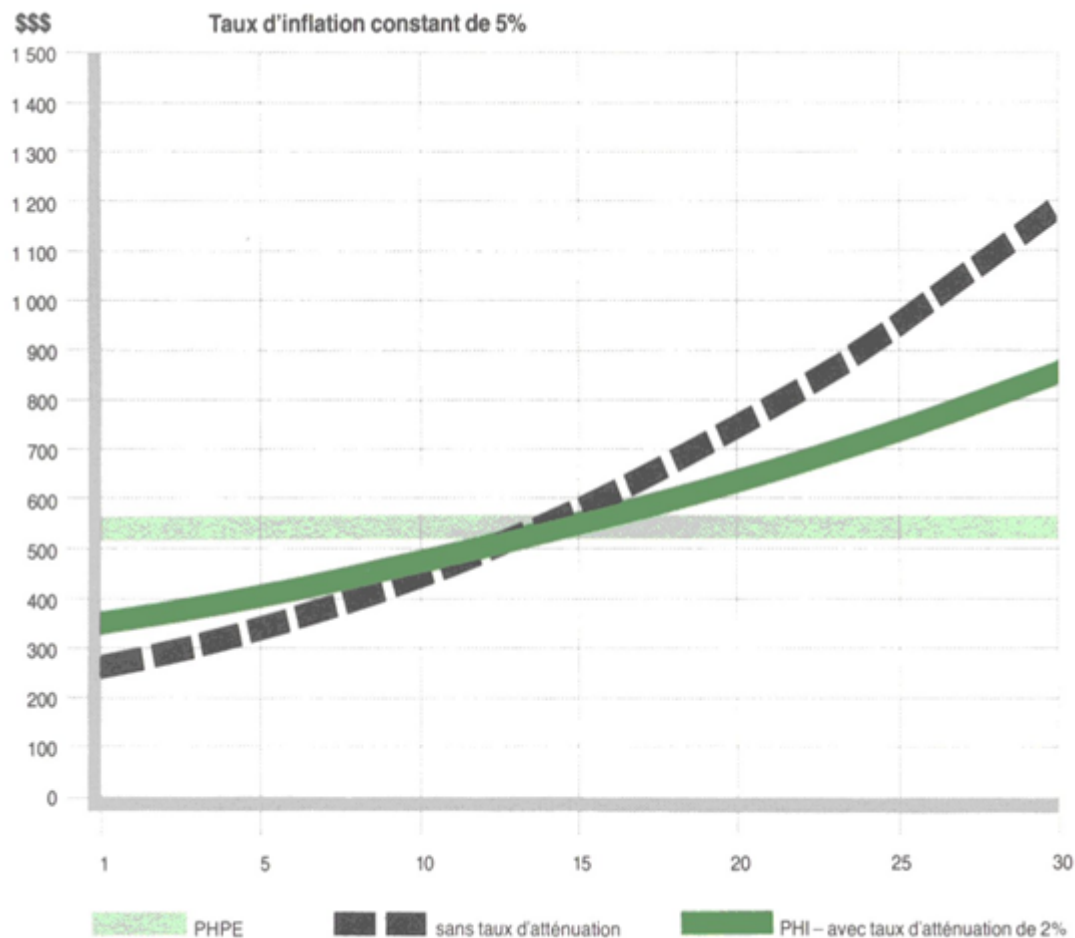


Figure 2 — Évolution des mensualités hypothécaires pour un prêt hypothécaire à paiements égaux, un prêt hypothécaire indexé (sans taux d'atténuation) et un prêt hypothécaire indexé avec taux d'atténuation de 2 %.

Source : SCHL, 1986, p. 15.

On se retrouve ainsi avec un versement initial équivalant à 67 % de celui d'une hypothèque régulière (SCHL, 1986, p. 15). Les coopératives évitaient également le risque de taux d'intérêt associé à la renégociation d'une hypothèque tous les cinq ans, ce qui risquait de provoquer d'importants changements si le taux d'inflation ou les taux hypothécaires alors en vigueur augmentaient rapidement.

Cela se traduisait par un solde hypothécaire qui augmentait légèrement au cours des premières années, pour diminuer rapidement par la suite, comme le montre la Figure Figure 3.

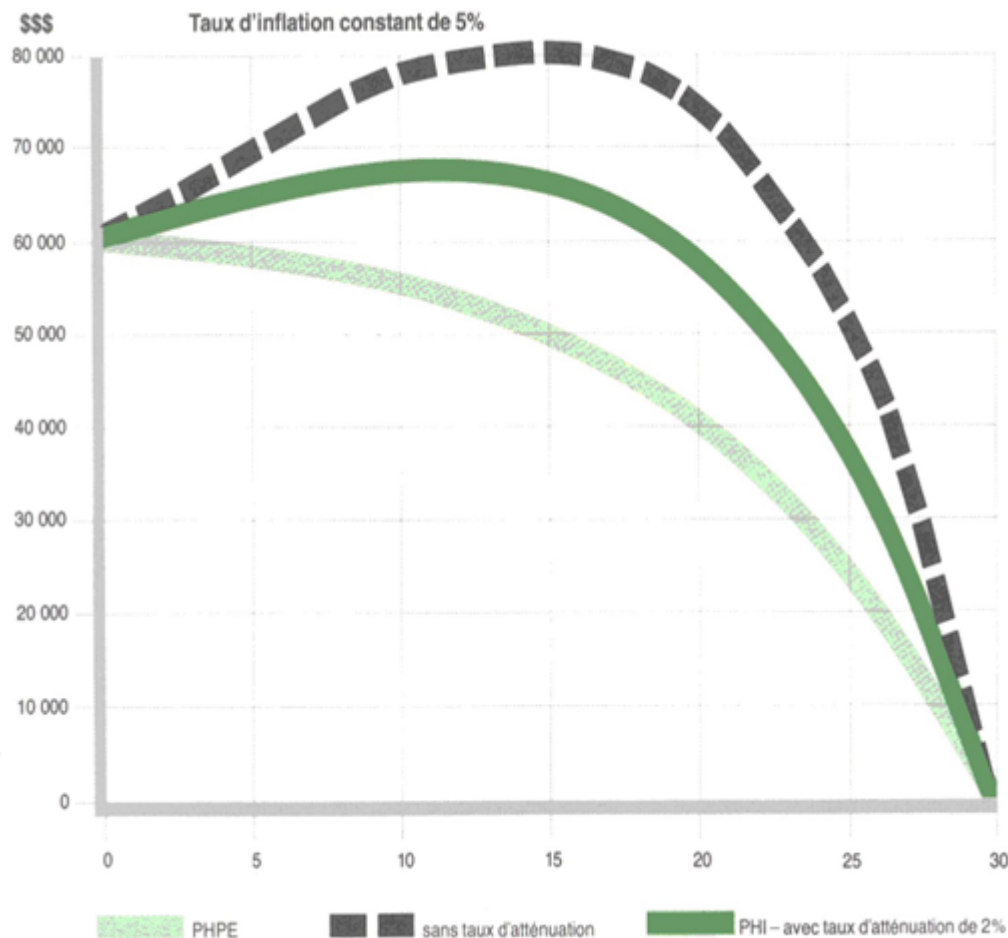


Figure 3 — Comparaison de l'évolution des soldes hypothécaires d'un prêt hypothécaire à paiements égaux, d'un prêt hypothécaire indexé (sans taux d'atténuation) et d'un prêt hypothécaire indexé avec un taux d'atténuation de 2 %.

Source : SCHL, 1986, p. 15.

Il faut aussi souligner qu'un ensemble de mesures complémentaires avait été mis en place pour favoriser le développement des coopératives et assurer une mixité :

- pour les 15 premières années du prêt, aide fédérale pour combler la différence entre le total des coûts et le montant défrayé par les occupants, lequel ne pouvait excéder le marché;
- supplément au loyer pour ménages à faible revenu admissibles (à frais partagés avec la province), lesquels devaient occuper au minimum 15 % des logements (la moyenne était plutôt de 30 %);
- aide financière à l'établissement d'une coopérative et, comme c'était déjà le cas pour d'autres types de projets depuis les années 1970, accompagnement par un Groupe de ressources techniques (GRT);
- fonds de stabilisation (financé par un droit initial versé par chaque projet financé) pour aider lors de difficultés financières à court terme;
- assurance-prêt hypothécaire souscrite auprès de la SCHL comme recours ultime;

- exigences plus élevées de capitalisation de la réserve de remplacement de la coopérative (0,65 % du coût de construction par année);
- établissement d'un fonds de sécurité d'occupation pour aider les membres qui ont de la difficulté à payer leur loyer suite à une perte de revenu.

Une autre disposition avantageuse pour la coopérative d'habitation était qu'en cas de difficulté temporaire, un montant pouvait être ajouté au capital et l'échéance du prêt reporté en conséquence. Par exemple, si une coopérative se trouvait en situation d'incapacité de payer ses taxes foncières, le régime de retraite pouvait éponger ces coûts. Le montant versé faisait augmenter le capital dû par la coopérative et reportait d'autant la date d'échéance de l'hypothèque.

#### *B- Du point de vue des régimes de retraite*

Les hypothèques indexées servaient d'outil pour appairer leur passif. En achetant ce produit financier, on était assuré d'avoir un rendement réel connu d'avance, peu importe le taux d'inflation, pour une durée comparable à celle des obligations du régime de retraite, soit de 30 à 35 ans. Grâce à la garantie fédérale sur le capital, ce rendement était déterminé, en pratique, selon le taux de rendement réel implicite des obligations à long terme du gouvernement fédéral canadien. À l'époque, le taux de rendement réel de ces obligations était d'environ 5 %. C'est pourquoi le taux de base des hypothèques indexées a été fixé autour de 5 %. De plus, on augmentait ainsi l'offre de titres à rendement réel à long terme pour les caisses de retraite, compte tenu de la disponibilité très limitée d'obligations nominales fédérales ayant un terme de 30 ans et de l'absence complète d'obligations fédérales à rendement réel de 30 ans.

Un exemple de régime de retraite de taille moyenne qui a eu recours à ces prêts est celui des employés du réseau de l'Université du Québec, qui en a acquis pour environ 45 millions de dollars, ce qui a permis de financer 40 coopératives d'habitation tout en appariant 100 % du passif retraité au moment où les titres ont été acquis. Si ces prêts indexés avaient été maintenus, il en aurait probablement acquis davantage, au fur et à mesure que le passif retraité du régime de retraite augmentait. Compte tenu du taux de rendement réel requis par l'actuaire pour financer à long terme le régime de retraite, le taux offert sur ces hypothèques à rendement réel permettait en pratique d'appairer tout le passif retraite à un coût favorable pour le régime, puisque le taux d'intérêt versé excédait en pratique le rendement actuariel requis. En plus d'immuniser leur passif face aux risques de changements dans l'inflation, ces investissements dans des coopératives d'habitation québécoises (38 sur 40) étaient bien accueillis par les membres du régime et leurs employeurs, que l'on retrouve dans les différentes régions du Québec. Pour une fois, ils pouvaient voir l'argent de leur régime de retraite participer directement au développement de leur propre région.

Le Tableau 1 résume les avantages de ces prêts pour les coopératives d'habitation et les régimes de retraite. On peut constater que le point de vue de la coopérative est bien différent de celui du régime de retraite, et c'est justement ce qui faisait la force et l'intérêt de ces prêts.

Tableau 1 — Caractéristiques du prêt hypothécaire indexé avec taux d'atténuation du point de vue des coopératives d'habitation et du point de vue des régimes de retraite

| Du point de vue de la coopérative d'habitation                                                                                                                                                                                                                         | Du point de vue du régime de retraite                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• 100 % des coûts d'immobilisation peuvent être couverts.</li> <li>• Paiement initial plus faible qu'une hypothèque conventionnelle (67 %)</li> <li>• Hausse annuelle des versements limités à (inflation moins 2 %)</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Sécurité de l'instrument, avec le principal garanti par le gouvernement fédéral, pour apparier le passif retraite ou tout autre passif indexé au coût de la vie</li> <li>• Versements annuels croissants, reflétant la maturité accrue du régime avec le temps</li> </ul>                                                                                                                            |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Taux d'intérêt réel garanti pour 30 ans</li> </ul>                                                                                                                                                                            | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Taux d'intérêt réel garanti pour 30 ans</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Mécanismes complémentaires pour tenir compte des capacités limitées de payer de membres de la coopérative ou en cas de difficultés temporaires</li> </ul>                                                                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Le mécanisme d'approbation de chaque projet par la SCHL et la garantie sur le principal dispense le régime de devoir faire une vérification diligente de chaque projet en particulier</li> </ul>                                                                                                                                                                                                     |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Simplicité administrative : un intermédiaire, le prêteur approuvé, se charge des relations avec les régimes de retraite, de la gestion de la paperasse et du suivi des versements.</li> </ul>                                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Simplicité administrative : un intermédiaire, le prêteur approuvé, se charge des relations avec les coopératives d'habitation, de la gestion de la paperasse et du suivi des versements.</li> </ul>                                                                                                                                                                                                  |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Hausse significative du capital (régimes de retraite, assureurs et autres investisseurs institutionnels) susceptible d'être investi dans le développement de coopératives</li> </ul>                                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Dans un contexte de rareté relative sur le marché de titres à rendement réel avec échéance 30 ans, un enjeu important pour les régimes de retraite, assureurs et autres investisseurs institutionnels qui souhaitent apparier leur passif à long terme indexé au coût de la vie : permet une hausse intéressante de l'offre de tels produits, et donc, de leur coût et de leur liquidité.</li> </ul> |

Du point de vue gouvernemental, ce programme a permis de construire plusieurs unités de logement abordable, et ce, sans avoir recours à une structure lourde. La SCHL ne faisait qu'encadrer et superviser le programme, ce qui évitait au gouvernement d'avoir à sortir de l'argent de ses poches. De plus, peu de coopératives se sont retrouvées en défaut de paiement, et, pour les cas connus, les défauts découlaient de facteurs externes (construction sur un site qui s'est avéré contaminé, faillite du constructeur, etc.) : le coût de la garantie assumée par la SCHL a été en pratique négligeable.

Enfin, le prêt hypothécaire indexé offrait une occasion d'investissement socialement responsable aux régimes de retraite, tout en réduisant la volatilité du surplus du régime et le risque total du portefeuille. Les régimes n'avaient pas besoin de détenir des compétences en gestion immobilière, car la SCHL effectuait les vérifications diligentes nécessaires et, de toute façon, garantissait le capital en cas de défaut de la coopérative. Il faut noter toutefois que ce placement était peu liquide, car il n'y avait pas de marché secondaire<sup>3</sup>, et qu'il représentait un risque dans un environnement de déflation.

Faits saillants :

- 1 207 400 000 \$ de dollars d'hypothèques souscrites au Canada
- 14 705 unités construites dont 4 855 au Québec<sup>4</sup>
- Taille du régime de l'UQ : 15 000 membres, 3,6 milliards de dollars en 2015<sup>5</sup>. Au moment d'investir dans les hypothèques indexées, l'actif du régime était inférieur à 1 milliard de dollars.

---

<sup>3</sup> L'expert en placements et en gouvernance des caisses de retraite Keith Ambachtsheer avait suggéré trois mesures en 1989 pour faciliter l'expansion et la pérennité des prêts hypothécaires indexés, un programme qui, selon lui, « a fondamentalement beaucoup de sens » : (1) un engagement à long terme d'Ottawa envers le programme, (2) régulariser et augmenter le flux d'hypothèques indexées, en l'élargissant à d'autres volets de l'immobilier où intervient la SCHL et (3) réduire l'incertitude et la complexité, et faciliter la distribution et l'établissement d'un prix et la liquidité. Ces mesures permettraient non seulement d'attirer des investisseurs et des vendeurs plus sophistiqués, mais également de favoriser la mise en place d'un marché secondaire pour ensuite en augmenter la liquidité et rendre possible l'émission de titres liquides à rendement réel adossés à des hypothèques indexées pour des investisseurs moins sophistiqués ou qui requièrent de la liquidité. (Ambachtsheer, 1989)

<sup>4</sup> Gaudreault, Allan (2010). *Étude des conditions de production de montages financiers alternatifs – Le prêt hypothécaire indexé : son adaptation au logement coopératif et son potentiel de reproduction au logement communautaire au Québec*. ARUC-ÉS, juin 2010, p. 14.

<sup>5</sup> [https://www.rruq.ca/media/100476/rapport\\_annuel2015\\_rruq\\_web\\_2016.pdf](https://www.rruq.ca/media/100476/rapport_annuel2015_rruq_web_2016.pdf)

## Le cas de l'AFPC à Ottawa

*L'investissement effectué dans le logement abordable par le régime de retraite des employés et des dirigeants du syndicat de l'Alliance de la Fonction publique du Canada (AFPC)<sup>6</sup> dans la région d'Ottawa est un cas intéressant d'investissement responsable effectué par un petit régime de retraite. Il s'agit d'un exemple de ce à quoi peut mener un partenariat entre des institutions financières, des acteurs de la communauté, un centre de recherche académique et un régime de retraite. Bien que l'engagement du régime de retraite n'ait pu être renouvelé après les cinq premières années, l'étude de ce cas démontre l'attrait pour de nouveaux outils financiers adaptés à la réalité des acteurs de l'économie sociale et des régimes de retraite<sup>7</sup>.*

Il y a près de dix ans, le régime de retraite des employés de l'AFPC<sup>8</sup> s'est intéressé à des possibilités d'investissements alternatifs. Les membres du régime de retraite, ainsi que les acteurs de la communauté, constataient que le problème de l'accès à du logement abordable dans la région d'Ottawa était de plus en plus criant. Comme le comité de retraite démontrait une sensibilité pour l'investissement social et responsable, ses membres ont décidé de participer à une initiative visant à répondre au besoin de logement abordable.

Grâce à un partenariat entre Alterna Savings Credit Union, le Ottawa Community Loan Fund, la Centretown Citizens Ottawa Corporation et le Carleton Centre for Community Innovation, le régime de retraite des employés de l'AFPC a pu investir 2 millions de dollars pour la création d'un fonds, le Alterna Community Alliance Housing Fund, en avril 2007. En d'autres mots, cette initiative a été rendue possible grâce à une collaboration entre une institution financière privée, une institution financière de développement communautaire, des experts du secteur de l'habitation, un centre de recherche académique et un régime de retraite.

La Centretown Citizens Ottawa Corporation a eu comme rôle l'élaboration d'une étude de faisabilité du projet, qui consistait à acquérir, rénover ou agrandir des projets de logement abordable. Alterna Savings et le Ottawa Community Loan Fund ont joué un rôle d'intermédiaire en fournissant des produits financiers à des taux de rendement suffisants pour le régime de retraite, tout en offrant du soutien administratif et opérationnel. Pour sa part, le Carleton Centre for Community Innovation a servi d'accompagnateur en renseignant les acteurs sur les initiatives semblables qui existaient au niveau international.

L'outil financier utilisé consistait en un certificat de placement garanti de 5 ans, coté de « bonne qualité »<sup>9</sup>. Le risque était donc faible, les rendements, suffisants, et cela permettait de fournir du capital à faible coût pour des projets immobiliers de logement abordable (généralement pour

---

<sup>6</sup> À ne pas confondre avec le régime de retraite des syndiqués membres de l'AFPC.

<sup>7</sup> Ce cas est peu documenté dans la littérature. Les seules sources d'information à notre disposition ont été l'article de Harji (2008), ainsi qu'une entrevue accordée par un membre du comité consultatif mixte du comité du régime de retraite des employés de l'AFPC.

<sup>8</sup> Voici comment fonctionne la structure permettant d'effectuer les investissements : le comité de retraite discute avec le comité consultatif mixte sur lequel siège des représentants des employés et de l'employeur, et un retraité. Le comité de retraite formule ainsi des recommandations au comité de gestion, qui, lui, a le dernier mot sur les décisions d'investissement.

<sup>9</sup> Comme la personne interviewée siégeait au comité consultatif mixte, elle ne pouvait révéler le taux de rendement de ce produit, mais a affirmé que c'était un taux de rendement équivalant au taux des obligations corporatives sur 5 ans de l'année qui avait cours.

du financement de seconde hypothèque). Toutefois, afin que les projets soient admissibles à ce financement, le comité de retraite de l'AFPC avait édicté trois critères :

- Les logements abordables doivent être destinés à des personnes dans le besoin.
- Les logements doivent rester abordables à long terme.
- La construction doit s'effectuer avec des travailleurs syndiqués.

Ce dernier critère était particulièrement important pour le comité de retraite de l'AFPC, qui souhaitait également tenir compte des efforts supplémentaires déployés par les groupes promoteurs des projets d'habitation par la considération d'autres critères :

- efficacité énergétique et développement durable,
- accès aux fauteuils roulants,
- mixité économique,
- implication des résidents dans la gestion du projet,
- entretien effectué par des employés syndiqués<sup>10</sup>.

De nouvelles avenues avaient également été envisagées pour le futur quant à l'utilisation de ces fonds, mais finalement, lorsqu'est venu le temps de renouveler l'entente après 5 ans, le taux de rendement offert était inférieur d'environ 2,5 points de pourcentage. Effectivement, avec l'avènement de la crise financière de 2008, l'environnement financier avait changé substantiellement. Le régime de retraite a décidé de ne pas réinvestir dans ce produit. Il a déterminé, compte tenu de la présence d'autres produits financiers sur le marché offrant un ratio rendement-risque supérieur, qu'il ne pouvait investir à nouveau dans ce projet tout en respectant ses obligations fiduciaires. D'autre part, certains projets d'habitation ne pouvaient offrir la garantie de respecter tous les critères, notamment celui d'employer une main-d'œuvre syndiquée, ce qui était pour le régime de retraite une condition *sine qua non* à sa participation. Notons qu'aucune évaluation des impacts sociaux obtenus n'a eu lieu.

Aujourd'hui, le régime de retraite des employés de l'AFPC se dit encore à la recherche de produits financiers qui lui permettraient d'investir dans le logement abordable dans la région d'Ottawa. Il déplore toutefois les limites imposées à son action par la grosseur de son régime de retraite, ainsi que par son manque de ressources financières et humaines. On remarque également une attitude un peu plus frileuse quant aux stratégies d'investissement du régime depuis la crise financière de 2008. Malgré cela, la politique d'investissement a été ajustée afin de permettre des investissements de ce type dans les années à venir.

Faits saillants :

- Investissement du régime des employés de l'AFPC : 2 millions de dollars
- Rendement du produit financier : taux de rendement équivalant au taux des obligations corporatives sur 5 ans
- Taille du régime de retraite : 1 074 membres, 377,5 millions de dollars d'actifs<sup>11</sup>

---

<sup>10</sup> D'après ce que nous en savons, les fonds mis à la disposition des groupes promoteurs de projets d'habitation n'ont pas utilisé les fonds directement pour effectuer des rénovations ou des constructions, mais plutôt pour compléter leur montage financier et obtenir de l'argent à partir d'autres sources de financement.

<sup>11</sup> Information issue de la personne interviewée

## Le cas de Concert Properties

*Concert Properties est un exemple intéressant d'une entreprise immobilière avec des actifs de 1,6 milliard de dollars canadiens et un avoir net des actionnaires d'environ 800 millions de dollars<sup>12</sup> appartenant exclusivement à des régimes de retraite de la Colombie-Britannique et du Canada. Cette compagnie a réussi le triple défi de construire du logement abordable sous forme de condominiums et de complexes résidentiels locatifs, d'opérer et d'entretenir ces logements avec une main-d'œuvre syndiquée, et de générer un rendement très attrayant pour les régimes de retraite propriétaires de l'entreprise.*

Concert Properties est issue d'une compagnie fondée en 1989 et détenue au départ par des investisseurs privés et quelques régimes de retraite en partenariat avec la Ville de Vancouver, qui a donné accès aux terrains à la compagnie pour construire un complexe locatif résidentiel à loyer abordable. Le régime de retraite des télécommunications (Telus), dont l'un des dirigeants était aussi investisseur dans la compagnie, songeait alors à investir directement dans l'immobilier. La compagnie s'est avérée le bon véhicule pour le faire en fournissant un voile corporatif qui mettait le régime de retraite à l'abri de tout recours lié à ses avoirs immobiliers. Son seul capital à risque se limitait alors à celui investi dans la société immobilière, à l'abri de tout recours contre les autres actifs du régime de retraite. La capitalisation initiale de cette entreprise s'élevait à 27 millions de dollars<sup>13</sup>.

En 1992, la compagnie s'entend avec les investisseurs individuels pour qu'ils se retirent, ouvre l'actionnariat à un total de 26 régimes de retraite et, afin de bénéficier d'une exemption fiscale applicable aux entreprises immobilières appartenant exclusivement à des régimes de retraite, fait l'acquisition d'une entreprise datant d'avant 1978. Le premier objectif de cette entreprise était d'investir dans le logement résidentiel locatif abordable, l'exemption fiscale ne s'appliquant pas à l'origine à une entité dont l'activité aurait été de vendre de l'immobilier, comme des condos.

Aujourd'hui, la compagnie est détenue à 100 % par 19 régimes de retraite :

- Boilermakers' Pension Trust Fund
- Bricklayers and Masons Pension Plan
- Carpentry Workers' Pension Plan of B.C.
- Ceramic Tile Workers Pension Plan
- Electrical Workers Local 213 Pension Plan
- Floorlayers Industry Pension Plan
- Heat & Frost Local Union 118 Pension Plan
- IWA— Forest Industry Pension Plan
- British Columbia Labourers Pension Plan
- Marine and Shipbuilders Local 506 Pension Plan
- Operating Engineers Pension Plan
- Piledrivers, Divers, Bridge, Dock & Wharf Builders Pension Plan

<sup>12</sup> <http://www.concertproperties.com/about/corporate-details>

<sup>13</sup> <http://www.concertproperties.com/about/corporate-details>

- The Plumbers Union Local 170 Pension Plan
- Pulp and Paper Industry Pension Plan
- Shopworkers Industrial Union Local 1928 Pension Plan
- Teamsters (Local 213) Pension Plan
- Teamsters Canadian Pension Plan
- Telecommunication Workers Pension Plan
- United Food and Commercial Workers Union Pension Plan

Ces régimes sont les seules actionnaires de l'entreprise. Pour soutenir sa croissance, Concert Properties a procédé au fil des ans à sept nouvelles rondes d'émissions d'actions. Il est intéressant de souligner que la totalité des actions émises à chacune de ces émissions a été acquise par les régimes de retraite déjà actionnaires, preuve que l'investissement leur apparaissait profitable et sécuritaire.

L'originalité de l'action de Concert Properties repose sur deux grands engagements.

- 1) Elle s'est dotée d'une entente d'actionnaires selon laquelle toute construction et tout entretien d'immeubles doivent être effectués par de la main-d'œuvre syndiquée<sup>14</sup>. Il faut savoir que certaines entreprises de construction en Colombie-Britannique sont syndiquées, mais qu'elles sont en concurrence avec une majorité d'entrepreneurs et de travailleurs qui œuvrent plutôt dans un contexte non syndiqué, une situation différente de celle du Québec, où la loi exige que tous les travailleurs de la construction soient membres de l'une des organisations syndicales reconnues. De plus, la philosophie de l'entreprise est axée sur l'implication dans la communauté ainsi que sur le développement durable d'un point de vue économique, environnemental et social.



- 2) Concert Properties s'engage également à ce que le prix des loyers abordables n'augmente jamais plus haut que le taux d'inflation de façon à garantir un caractère durable à cette accessibilité. Cette particularité aide à comprendre l'intérêt de la Ville de Vancouver à développer un partenariat avec cette firme. Cet

engagement est renforcé par une disposition de l'entente qui prévoit que Concert Properties ne peut refinancer ses immeubles à plus de 100 % du coût de construction initial, afin d'éviter que l'augmentation de la dette ne vienne en quelque sorte rendre nécessaire et justifier une augmentation de loyer.

<sup>14</sup> <http://www.concertproperties.com/about/corporate-philosophy>

En entrevue, le PDG de la firme a reconnu que le coût d'une main-d'œuvre syndiquée peut être plus élevé, mais qu'en contrepartie le travail est généralement de meilleure qualité et exécuté dans de meilleurs délais.

La Ville de Vancouver souhaitait elle-même voir augmenter l'offre de logements locatifs abordables sur son territoire à une époque où on démolissait des immeubles à logements locatifs pour y construire des condos et où le coût du logement sur le marché était prohibitif, tant pour l'achat que la location. C'est la raison pour laquelle la Ville a offert à Concert Properties des terrains par bail emphytéotique de 80 ans à des termes avantageux. Ainsi, c'est Concert Properties qui prend pratiquement tous les risques en charge : le design, la construction, les permis, les opérations, l'entretien, les revenus, les hypothèques, les dettes, etc. L'entreprise est responsable de la construction, de l'opération et de l'entretien des immeubles et assume ainsi l'ensemble des risques, qu'il s'agisse du renouvellement des baux ou des hausses de coûts des fournisseurs, par exemple. Aussi, la seule garantie offerte aux prêteurs hypothécaires est celle du flux de revenus, car la Ville de Vancouver ne peut perdre ni le terrain ni le bâtiment. Cela a donc été plus difficile à financer, mais ils y sont arrivés.

La philosophie corporative de Concert Properties<sup>15</sup> :

#### NOTRE ENGAGEMENT

Nous croyons que l'honnêteté, l'intégrité, la compassion et la communauté sont au cœur de n'importe quel projet de développement bien planifié et bien conçu. C'est pourquoi nous prenons le temps d'écouter les besoins de nos clients, de façon à leur fournir la meilleure qualité et le meilleur service à la clientèle. C'est aussi pourquoi nous sommes engagés à travailler en collaboration avec des groupes communautaires, des villes et des municipalités pour assurer une situation gagnant-gagnant aux communautés dans lesquelles nous construisons.

Notre équipe est engagée envers les acquisitions et les développements immobiliers innovants qui génèrent un rendement intéressant sur le capital investi par les actionnaires et font de *Concert* un synonyme de standards supérieurs de service à la clientèle et de construction.

Guidés par une philosophie d'investissement qui met l'accent sur la valeur du bâtiment à long terme, nous sommes engagés à étendre notre portefeuille, à créer des développements de qualité et à construire des relations de travail solides avec nos alliances et avec chaque communauté dans laquelle nous construisons.

*C'est ce qui fait de Concert un développeur à part.*

Pour faciliter le financement hypothécaire requis pour ces constructions, une deuxième entreprise a été mise sur pied par certains régimes de retraite : Mortgage Fund One. Cette entreprise vise à offrir des hypothèques pour des projets utilisant de la main-d'œuvre syndiquée. Afin d'éviter une trop forte dépendance entre les deux entreprises, ces dernières s'engagent à ce qu'au maximum un tiers des propriétés de Concert Properties puissent être financées par Mortgage Fund One et, à l'inverse, qu'au maximum un tiers des hypothèques de cette dernière ne puissent couvrir des immeubles de Concert Properties. À l'usage cependant, ces seuils n'ont jamais été atteints. L'indépendance des deux compagnies est bien réelle même si plusieurs régimes actionnaires de Concert Properties sont également actionnaires de Mortgage Fund One.

<sup>15</sup> Traduction libre. Tiré de <http://www.concertproperties.com/about/corporate-philosophy>

En plus d'être présente dans le secteur des logements locatifs abordables, Concert Properties est également impliquée dans la construction et la vente de condominiums, dans le secteur des résidences pour personnes âgées<sup>16</sup> et dans celui des propriétés commerciales, ainsi que dans le domaine des infrastructures.

Concert Properties a toujours été profitable : elle n'a jamais subi de pertes en 27 ans. En dehors de la Colombie-Britannique, la compagnie est présente en Ontario, où OMERS (le gestionnaire de fonds institutionnels responsable des pensions des employés municipaux de l'Ontario) a été un partenaire important. Le mandat initial était de développer et d'opérer du logement locatif assuré, mais le partenariat s'est éventuellement étendu au développement de condos et de résidences pour personnes âgées. La compagnie prévoit continuer sa croissance. L'une de ses filiales actives et qui a un grand potentiel de développement est Concert Infrastructure, qui vise à construire des infrastructures publiques.

Au fil des ans, la compagnie s'est mérité une grande reconnaissance, elle a reçu de nombreux prix<sup>17</sup> saluant tantôt la qualité de l'aménagement paysager de ses propriétés, tantôt l'innovation ou encore le caractère durable de son approche et la qualité de son service à la clientèle. Elle a aussi été citée comme l'une des meilleures entreprises pour laquelle travailler en Colombie-Britannique et au Canada. Par l'intermédiaire de leurs régimes de retraite, Concert Properties est la propriété de 200 000 Canadiens. C'est à cette structure de propriété que la compagnie attribue la nécessité de se doter d'une éthique professionnelle exemplaire.

Faits saillants<sup>18</sup> :

- Valeur de l'équité : 1,6 milliard \$ CA
- Actifs bruts de plus de 2,8 milliards \$ CA
- Plus de 10 500 logements construits, dont 5 000 logements locatifs<sup>19</sup>
- 11 500 000 pieds carrés de logements
- Rendements annuels de 9-10 % pour les investisseurs présents depuis 1989<sup>20</sup> (ce qui explique que les actionnaires ont entièrement souscrit toutes les émissions d'actions subséquentes de la compagnie)
- Plus de 26,5 millions d'heures de travail syndiqué<sup>21</sup>

---

<sup>16</sup> Dans ce cas-ci, il peut s'agir de condos milieu de gamme, mais aussi haut de gamme, et les résidences de personnes âgées peuvent également être haut de gamme.

<sup>17</sup> Voir la liste complète à <http://www.concertproperties.com/about/awards-recognition>

<sup>18</sup> <http://www.concertproperties.com/about/corporate-details>

<sup>19</sup> D'après une entrevue avec le PDG de la firme

<sup>20</sup> D'après une entrevue avec le PDG de la firme

<sup>21</sup> <http://www.concertproperties.com/about/corporate-details>

## Le cas de régimes de retraite américains

*Les cas des régimes de retraite américains CalPERS, CALSTRS, NYSLRS et NYCERS sont intéressants, car ils démontrent que les caisses de retraite nord-américaines peuvent adopter des stratégies de placement favorisant l'obtention d'impacts sociaux. Certaines de ces caisses font partie des plus grands investisseurs institutionnels aux États-Unis et sont reconnues comme des leaders dans le domaine de l'investissement responsable. Malgré leurs ressemblances, on remarque tout de même que chacun de ces régimes a agi selon ses priorités et sa vision, misant d'abord sur le logement abordable pour certaines, et sur le principe de diversité pour d'autres.*

Aux États-Unis, il existe plusieurs caisses de retraite qui ont décidé d'allouer une partie de leurs actifs à ce que nous appellerions ici la *finance solidaire*, qui pour eux prend généralement la forme d'investissements dans la revitalisation urbaine de leur État ou de leur ville. Nous nous concentrerons ici sur la caisse des employés de la fonction publique de la Californie (CalPERS), sur celle des enseignants de l'État de la Californie (CalSTRS), sur le régime de retraite de l'État de New York (NYSLRS) ainsi que sur le régime de la Ville de New York (NYCERS), car elles ont été identifiées par Strauss et coll. (2004) comme les caisses de retraite les plus actives dans l'adoption de politiques et de programmes de revitalisation urbaine aux États-Unis. Notons au passage que d'autres caisses de retraite se sont montrées intéressées par de tels investissements, comme le régime du Connecticut, les employés de la fonction publique de l'Indiana, les employés du comté de Los Angeles, la gestion des réserves d'investissements de retraite du Massachusetts (MassPRIM), les employés de l'Oregon et le Conseil d'État de Washington.

Taille des caisses de retraite américaine étudiées en actifs et en membres :

|           |                               |                                           |
|-----------|-------------------------------|-------------------------------------------|
| CalPERS : | 1,8 million de membres        | 294 milliards de dollars US <sup>22</sup> |
| CalSTRS : | 900 000 membres               | 190 milliards de dollars US <sup>23</sup> |
| NYSLRS :  | 1,1 million de membres        | 185 milliards de dollars US <sup>24</sup> |
| NYCERS :  | 300 000 membres <sup>25</sup> | 64 milliards de dollars US <sup>26</sup>  |

Il est intéressant de remarquer que toutes ces caisses de retraite ont une caractéristique commune : il s'agit de caisses de retraite territoriales relevant d'une autorité politique étatique ou municipale. Au-delà des considérations qui vont suivre, on peut présumer que ces caisses avaient un intérêt stratégique à ce qu'une partie de leurs actifs, même modeste, soit investie dans des projets de développement urbain ou territorial afin de constituer une source de légitimité additionnelle auprès des autorités politiques et de la population de leur État ou de leur municipalité. Ce faisant, ils pouvaient aussi viser des retombées collatérales auprès de leurs propres membres (par exemple, construction de logements abordables) ou contribuer ainsi à

<sup>22</sup> <https://www.calpers.ca.gov/page/investments>

<sup>23</sup> <http://www.calstrs.com/pod/fast-facts>

<sup>24</sup> « (NYSLRS) comprend deux différents régimes, bien qu'ils soient administrés par les mêmes employés. Il y a le régime des employés (ERS) avec plus de 613 900 membres et le régime de la police et des incendies (PFRS) avec plus de 33 600 membres. Il y a aussi plus de 413 400 membres et bénéficiaires dans le régime. » (traduction libre), tiré de <http://nysretirementnews.com/nyslrs/>

[http://osc.state.ny.us/retire/word\\_and\\_pdf\\_documents/publications/cafr/cafr\\_15.pdf](http://osc.state.ny.us/retire/word_and_pdf_documents/publications/cafr/cafr_15.pdf)

<sup>25</sup> [https://www.nycers.org/\(S\(4bpe5c2e0jrc1tvmz3pv2f55\)\)/about/index.aspx](https://www.nycers.org/(S(4bpe5c2e0jrc1tvmz3pv2f55))/about/index.aspx)

<sup>26</sup> [http://www.nycers.org/\(S\(acvnu4favsiflb45h0qttm55\)\)/Pdf/cafr/2015/CAFR2015.pdf](http://www.nycers.org/(S(acvnu4favsiflb45h0qttm55))/Pdf/cafr/2015/CAFR2015.pdf)

une activité économique accrue et une assiette fiscale améliorée pour le promoteur du régime, un facteur qui favorise le maintien et le développement du régime<sup>27</sup>.

Les particularités des possibilités d'investissements des caisses de retraite ainsi que celles des marchés domestiques émergents apportent un certain nombre de défis et d'obstacles à relever pour permettre un arrimage entre les deux. Tout d'abord, voyons quelle est la définition du concept de « marchés domestiques émergents » d'après Hebb (2005a). Les trois critères sur lesquels se baser sont :

- 1- La compagnie est située dans une zone caractérisée par un accès limité au capital.
- 2- La gestion de la compagnie est diversifiée (femmes, minorités ethniques, etc.).
- 3- La compagnie emploie des gens issus de quartiers à revenu faible ou moyen.

Un des obstacles auxquels se butent les caisses de retraite voulant investir dans les marchés domestiques émergents est celui de la perception selon laquelle les investissements à vocation économique dirigés vers les marchés domestiques émergents seraient des investissements politiques allant à l'encontre du respect de la responsabilité fiduciaire des caisses de retraite et que ce serait des investissements risqués sacrifiant les rendements financiers pour des rendements sociaux (Hagerman et coll., 2007b). Dans les années 1980, quelques investissements à vocation économique ont été des échecs et ont marqué l'imaginaire collectif. Il s'agit de situations où les efforts étaient démesurément orientés vers l'atteinte d'impacts sociaux plutôt que vers les rendements financiers (Hagerman et coll., 2007a). Il s'agit d'un écueil à éviter.

De plus, dans le domaine de la revitalisation urbaine, les besoins financiers sont généralement petits en comparaison de l'échelle d'investissement des caisses de retraite. Ces besoins sont pointus, spécifiques, difficiles à identifier et ils nécessitent une bonne connaissance terrain, ce qui entraîne des coûts d'information et de transaction élevés. Par ailleurs, les caisses de retraite ont rarement le temps et l'expertise nécessaire pour analyser ces possibilités d'investissement, d'autant plus que leurs consultants n'auront pas le réflexe de les diriger vers ces classes d'actifs non officielles sur lesquelles ils ont des connaissances limitées et qui ne bénéficient pas d'indicateurs de référence standards (Hagerman et coll., 2007a). Il est d'ailleurs difficile d'évaluer les impacts sociaux de ce type d'investissement, compte tenu de l'absence de mesures standards.

D'après Hebb (2005a), les investissements à vocation économique, particulièrement les placements privés, sont souvent de petits investissements non liquides dont il est difficile de se départir, qui présentent un coût élevé à cause des vérifications supplémentaires, des conseils d'experts requis et du manque de données à analyser, et pour lesquels les succès offrent une

---

<sup>27</sup> Lorsque les grandes caisses de retraite de Californie ont vu la menace que représentait le projet du gouverneur Schwarzenegger au début des années 2000 d'imposer des régimes à cotisation déterminée pour les futurs employés de l'État — régimes qui seraient gérés par le secteur financier traditionnel —, elles ont réagi par une importante campagne publique qui complétait celle menée en parallèle par les syndicats. Un élément important de la campagne a été de contraster l'impact positif des investissements réalisés par les grandes caisses de retraite publiques pour le développement de la Californie (dont la California Initiative) à la fuite de capitaux hors de la Californie que produiraient les régimes à cotisation déterminée gérés en toute probabilité par de grandes institutions financières de la côte Est des États-Unis. Le gouverneur a finalement dû faire marche arrière en 2005.

récompense limitée alors que les échecs sont coûteux. Les caisses de retraite s'aventurant sur ce terrain doivent être patientes, car les résultats se font sentir à long terme. Néanmoins, allouer 2 % des actifs de son portefeuille aux investissements à vocation économique augmente la diversification de la caisse de retraite (Hagerman et coll., 2007a).

Afin de remédier à ces défis et obstacles, il importe que les caisses de retraite perçoivent la revitalisation urbaine comme une opportunité économique où le ratio rendement/risque peut être intéressant. Les retombées sociales qui en découlent constituent des bénéfices collatéraux, plutôt que l'objectif principal à atteindre. Parmi ceux-ci, on compte la création d'emplois, des opportunités économiques pour des femmes et des personnes issues de minorités ethniques, le développement de logements abordables, l'augmentation des revenus fiscaux et des communautés plus dynamiques, ce qui peut parfois profiter directement aux bénéficiaires des caisses de retraite (Hebb, 2005a).

Les caisses utilisent différents types de véhicules pour diminuer les coûts de ces investissements, pour diversifier leur portefeuille et en diminuer le risque, pour mettre en commun des ressources avec d'autres investisseurs, etc. Elles peuvent ainsi se retrouver dans la situation favorable où elles sont les premières arrivées sur un marché, où elles ont été les premières à identifier une opportunité d'investissement. La Figure 4 montre les divers types de structures d'investissements à la portée des caisses de retraite :

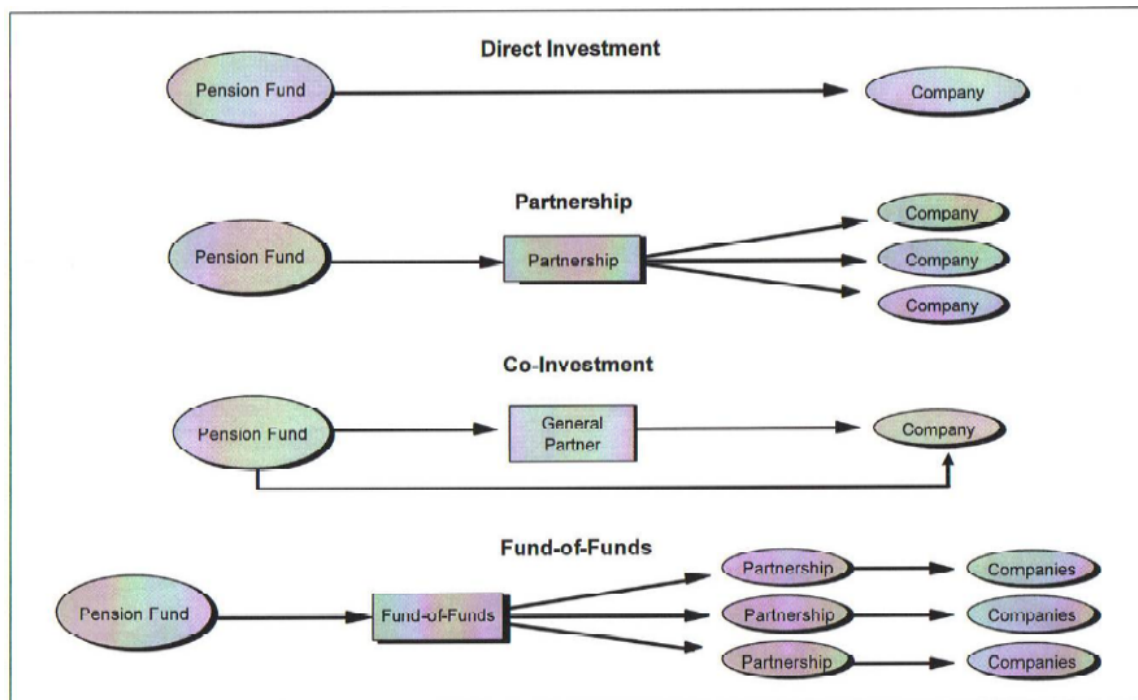


Figure 4 — Structures d'investissement, CalPERS, California Initiative Program Report, juillet 2003, tiré de Hebb (2005a)

Travailler avec des intermédiaires permet ainsi d'agréger les investissements à une échelle qui devient intéressante pour les caisses de retraite et de s'associer à des partenaires ayant une connaissance plus approfondie du milieu (Hagerman et coll., 2007a). Le partenaire communautaire peut veiller, par exemple, à ce que les investissements se traduisent en

revitalisation urbaine, et non par l'embourgeoisement d'un secteur. Plusieurs caisses de retraite peuvent investir dans un même véhicule pour diversifier leurs actifs et répartir le risque. Ces véhicules d'investissement peuvent prendre différentes formes : des produits financiers à revenu fixe (souvent accompagnés de garanties gouvernementales), de l'immobilier direct ou du placement privé en entreprises (Hagerman et coll., 2007a).

Dans ses travaux de recherche, Hebb (2005a et 2005 b) a tenté de dresser une liste des bonnes pratiques de CalPERS dont on peut tirer des expériences. En voici quelques-unes :

- Les caisses de retraite doivent d'abord choisir des projets en fonction de leur rentabilité, mesurée en termes de rendements financiers et non en termes d'impacts sociaux. Mieux vaut cibler une zone géographique que des impacts sociaux particuliers.
- Le rôle du comité de retraite est de déterminer un ensemble de grandes orientations pour guider les gestionnaires dans leurs décisions d'investissement, de veiller au respect de sa responsabilité fiduciaire et de s'assurer d'une diversification des actifs. Les membres du comité de retraite peuvent également rester à l'affût des nouvelles tendances pour déceler des opportunités et les saisir avant les autres. Toutefois, ils ne procèdent pas à la sélection des investissements.
- La présence d'un leader au sein du comité de retraite ainsi que des études de faisabilité externes aident à accroître les appuis et à rassurer les gens pour effectuer des investissements à vocation économique.
- Les caisses de retraite ne sont pas des preneurs de risque ou des créateurs de marché.
- Les caisses de retraite doivent choisir minutieusement leurs partenaires et gestionnaires afin qu'ils soient sensibles aux différents buts de la stratégie d'investissement, sans sacrifier la recherche de rendements ajustés au risque. Mieux vaut s'associer à des partenaires qui investiront une large part de leurs propres capitaux dans le projet. Les gestionnaires externes protègent les caisses de retraite contre les allégations d'interférence politique.
- Les caisses peuvent également procéder à un ciblage réciproque d'investissement dans les milieux de vie des bénéficiaires des différentes caisses, ce qui réduit les coûts, augmente les économies d'échelle et protège contre l'interférence politique.
- C'est une bonne idée d'adopter une politique de contractants responsables<sup>28</sup>.

---

<sup>28</sup> Voir par exemple le *Statement Of Investment Policy For Responsible Contractor Program* de CalPERS (juillet 2015) à l'adresse suivante : <https://www.calpers.ca.gov/docs/policy-responsible-contractor-2015.pdf>

## CalPERS

CalPERS est le plus gros régime de retraite des États-Unis et est un pionnier en matière d'investissement responsable. Il est reconnu pour la transparence de ses activités et de ses investissements, comme en font foi les nombreux documents détaillés publiés sur son site Internet. Le régime de retraite s'est doté d'une politique pour son programme d'investissements à vocation économique dès 1992, investissements auxquels il consacre 2 % de son portefeuille. Cette politique stipule:

« Aux fins de cette politique, un investissement à vocation économique ("IVE") est défini comme un investissement ayant comme intention collatérale d'appuyer le développement des économies autant nationales que régionales, ainsi que le bien-être économique de l'État de la Californie ("l'État"), ses localités et ses résidents. La stimulation économique comprend la création d'emplois, le développement et l'épargne; la création d'entreprises; l'augmentation ou l'amélioration du stock de logements abordables; et l'amélioration des infrastructures<sup>29</sup>. » (Hebb, 2005b)

L'objectif était de dédier une partie de son portefeuille à des investissements effectués dans l'État de la Californie. Les investissements immobiliers ont été un point de départ pour CalPERS, alors qu'il a investi dans des logements abordables pour familles monoparentales en Californie.

En 1995, CalPERS a formé le CUIP, les Partenaires de l'investissement urbain en Californie (California Urban Investment Partners), afin de cibler les zones mal desservies par les marchés de capitaux. Cinq années plus tard, en 2000, fier du succès obtenu grâce au CUIP, CalPERS a décidé d'inclure une politique d'investissement immobilier urbain en Californie, CURE (California Urban Real Estate) à même la politique de son programme d'investissements à vocation économique :

« Les investissements dans CURE comprennent, sans y être limités, le logement pour personnes de revenus faibles à modérés, le logement multifamilial pour personnes à faible revenu, le commercial ou le résidentiel ou les deux, les dents creuses, le réaménagement de la communauté, et la réhabilitation des propriétés centrales. [CalPERS] doit effectuer de tels investissements sous des conditions spécifiques et dans des circonstances décrites dans la présente politique. La structure de l'investissement et le taux de rendement à long terme doivent être en cohérence avec le risque relatif de l'investissement causé par le type, la nature et le contrôle relatif sur l'investissement. Des rendements acceptables minimaux doivent rester cohérents avec ceux définis par l'Énoncé des objectifs et politiques pour le portefeuille d'immobilier et de placements privés. Les rendements doivent demeurer acceptables à moins que le niveau de risque, comme résultat de garanties et de subventions, soit sous le niveau associé à d'autres investissements immobiliers réalisés par [CalPERS].

---

<sup>29</sup> Traduction libre

L'investissement dans le programme [CURE] ne signifie pas que les attentes sont réduites par rapport aux rendements ou à la volonté d'accepter un risque accru. [CalPERS] doit seulement investir dans des situations où le risque d'investissement n'est pas plus élevé que dans tout autre investissement immobilier effectué par [CalPERS]. Si le risque inhérent à un projet particulier est élevé, alors [CalPERS] doit exiger des garanties, des subventions ou une autre assistance financière des agences gouvernementales pour réduire le risque à un niveau acceptable. » (Hebb, 2005b, traduction libre)

La même année, CalPERS approuvait également la California Initiative qui visait à investir par l'entremise de gestionnaires de placements privés afin de profiter d'opportunités que d'autres sources de capital auraient évitées ou n'auraient pas évaluées. En 2002, CalPERS ajoutait à sa politique d'investissements à vocation économique une nouvelle section qui portait sur les marchés domestiques émergents de la Californie :

« Le premier objectif du California Emerging Market Investments est d'obtenir des rendements ajustés au risque concurrentiel tout en élargissant les possibilités de développement économique des régions moins bien desservies de la Californie. Pour être cohérent avec cette stratégie, l'objectif de cette politique est de découvrir et d'investir dans des opportunités qui auraient été évitées ou qui n'auraient pas été étudiées par les sources traditionnelles du capital d'investissement.

Des investissements prudents dans ce marché visent des retombées collatérales comme la création de valeur et d'activité économique dans des marchés mal desservis, contribuant ainsi à la bonne santé de l'économie californienne. En renforçant l'économie de l'État et l'assiette fiscale de l'État de la Californie, ces investissements servent également les intérêts à long terme au sens large des bénéficiaires de CalPers. »<sup>30</sup> (Hebb, 2005b, p. 12, traduction libre)

Voici un résumé des principaux programmes et politiques en investissements à vocation économique de CalPERS :

- **Revitalisation urbaine :** CalPERS fait partie de la Californie Initiative qui cible les marchés mal desservis dans l'État de la Californie. Il y investit à la fois dans les placements privés et dans le marché immobilier. En avril 2003, CalPERS a officiellement adopté une politique de placement pour le California Urban Real Estate Program (CURE). Tout en générant un rendement total plus élevé pour le régime, ce programme vise à développer des logements abordables et à coût moyen, des logements multifamiliaux pour les faibles revenus, de l'immobilier commercial, résidentiel, ou les deux; à combler les espaces vacants dans la trame urbaine par le développement immobilier; à favoriser le redéveloppement des communautés; et à rénover des propriétés de premier plan<sup>31</sup>.

---

<sup>30</sup> CalPERS (2005) *Statement of Investment Policy for Economically Targeted Investing*, February 14th 2005, Sacramento, CA

<sup>31</sup> L'exemple qui suit illustre le rendement qui peut être obtenu d'un investissement dans un contexte où le marché, qui peut parfois être myope, n'avait pas identifié une opportunité d'investissement intéressante financièrement. À la

- **Investissements à vocation économique** : Une politique de placement a été adoptée le 17 juin 2002 pour les investissements à vocation économique (IVE) du régime de retraite. Elle définit les IVE comme des investissements qui visent comme retombées collatérales l'amélioration à la fois des économies nationales et régionales et de la santé économique de l'État. La stimulation économique inclut la création d'emplois, le développement et l'épargne, la création d'entreprises, l'augmentation ou l'amélioration du stock de logements abordables, et l'amélioration des infrastructures. La cible pour toutes les zones visées est de 2 % des actifs du Fonds.
- **Entreprises appartenant à des femmes ou à des personnes issues des minorités** : Bien que CalPERS ne se soit pas donné une politique spécifique pour investir dans des entreprises appartenant à des femmes ou à des personnes issues des minorités, le régime investit dans (et fait connaître ses partenariats auprès de) telles entreprises, par exemple Johnson/MacFarlane Urban Partners.
- **Politique du contractant responsable** : Le régime de retraite a adopté une politique sur cette question le 14 octobre 2003. La politique encourage la mise en place d'un salaire équitable et d'avantages pour les travailleurs embauchés par les contractants et leurs sous-traitants, appuie le développement de petites entreprises, la concurrence sur le marché et le contrôle des frais d'exploitation, et supporte les valeurs du mouvement syndical et de leurs contractants dans le développement et la gestion des investissements de CalPERS en immobilier. (Strauss et coll., 2004, p. 5-6, traduction libre)

Faits saillants :

- L'Initiative Californie a créé et soutenu 155 507 emplois depuis sa création (2014)<sup>32</sup>, dont 129 000 emplois en immobilier (2015)<sup>33</sup>.
- 44 % de l'argent investi en Californie à travers l'Initiative Californie est dirigée vers les marchés défavorisés (2014)<sup>34</sup>
- Chaque dollar envoyé à CalPERS génère 9,64 \$ en activité économique (2015)<sup>35</sup>
- CalPERS a investi 25,7 milliards de dollars US en Californie (2015)<sup>36</sup>
- 59 % des investissements en placements privés de l'Initiative Californie sont effectués dans des zones concentrées en minorités (2015)<sup>37</sup>
- En date du 30 septembre 2015, les placements privés de CalPERS lui ont rapporté 32,7 milliards de dollars en profits (depuis 1990), ce qui représente un taux net de rendement interne de 11,0 % et un multiple net de 1,4 X. (2015)<sup>38</sup>.

---

suite des émeutes raciales des années 1960 dans certains quartiers de Los Angeles, lesquelles avaient notamment entraîné le saccage et la destruction de nombreux commerces, les grandes chaînes d'alimentation avaient déserté ces quartiers, si bien que les résidents ne pouvaient s'approvisionner que dans de petits commerces locaux beaucoup plus coûteux. En investissant dans la construction de grands supermarchés et en louant ces supermarchés aux grandes chaînes, ces projets se sont avérés très rentables pour les chaînes d'alimentation et pour CalPERS, en raison du très grand bassin de population desservi par chacun de ces supermarchés.

<sup>32</sup> <https://www.calpers.ca.gov/docs/forms-publications/ca-initiative-2014.pdf>

<sup>33</sup> <https://www.calpers.ca.gov/docs/forms-publications/economic-impacts-ca-2015.pdf>

<sup>34</sup> <https://www.calpers.ca.gov/docs/forms-publications/ca-initiative-2014.pdf>

<sup>35</sup> <https://www.calpers.ca.gov/docs/forms-publications/economic-impacts-ca-2015.pdf>

<sup>36</sup> <https://www.calpers.ca.gov/docs/forms-publications/economic-impacts-ca-2015.pdf>

<sup>37</sup> <https://www.calpers.ca.gov/docs/forms-publications/economic-impacts-ca-2015.pdf>

<sup>38</sup> <https://www.calpers.ca.gov/page/investments/asset-classes/private-equity/pep-fund-performance>

## CalSTRS

CalSTRS, tout comme CalPERS, fait partie de l'Initiative Californie. Il investit dans des projets que les marchés de capitaux desservent mal. L'objectif de CalSTRS est de mieux refléter la diversité de l'État de la Californie, bien que sa première motivation pour effectuer des investissements à vocation économique reste l'atteinte de bons rendements. Le principe de diversité influence l'ensemble des actions de CalSTRS, plutôt que de se limiter à quelques classes d'actifs, comme le montre le Tableau 2 qui indique comment CalSTRS conceptualise ce principe et l'intègre dans sa stratégie d'investissement :

Tableau 2

### Innovative Ways to Think about Diversity Investment Opportunities

| The Old – What's out                                                                              |   | The New – What's in                                                                                                                                                                                                                    |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------|---|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1. Outreach                                                                                       | → | 1. Search for talent                                                                                                                                                                                                                   |
| 2. The "right" thing                                                                              | → | 2. The "smart" thing                                                                                                                                                                                                                   |
| 3. "Large is good"                                                                                | → | 3. Got talent?                                                                                                                                                                                                                         |
| 4. "Tactical/Reactionary" Approach: Give money to a few hoping the problem "goes away"            | → | 4. "Strategic/Proactive" Approach: Design a sustainable and measurable strategy that creates new alpha generation opportunities                                                                                                        |
| 5. "It's risky"                                                                                   | → | 5. New sources of risk require new risk management tools                                                                                                                                                                               |
| 6. Diversity is viewed as a "challenge" to overcome                                               | → | 6. Diversity is viewed as a competitive advantage to harness                                                                                                                                                                           |
| 7. Diversity implies racial/ethnic differences, and sometimes encompassing distinctions of gender | → | 7. Fully embracing the true definition of the word; in business, to imply diversification, multiplicity of strategies carried out by multiplicity of talent, with various worldviews, in a variety of markets and geographic locations |

Source: Innovations on Approaching Diversity, Altura Capital, 2006

CalSTRS a opté pour ce virage, compte tenu des importants changements démographiques de la Californie, mais également afin de ne pas passer à côté d'opportunités d'investissement intéressantes et afin de répondre aux besoins de la Californie. C'est d'ailleurs pourquoi CalSTRS cible autant les marchés de capitaux domestiques émergents des régions rurales que des régions urbaines.

CalSTRS se laisse guider par le principe de diversité jusque dans le choix de ses gestionnaires. La caisse de retraite a mis sur pied deux programmes : le New and Next Generation Managers

Program, pour les placements privés, et le Developing Managers Program, pour les actions mondiales. Ces premiers gestionnaires sont définis comme « des gestionnaires expérimentés en placements privés qui quittent leurs sociétés en commandite ou organisations, de jeunes sociétés en commandite cherchant à mettre sur pied leur deuxième fonds institutionnel et des fonds privés ou des investisseurs expérimentés à la recherche de financement institutionnel pour la première fois » (CalSTRS, 2003) et auraient tendance à investir davantage dans les marchés de capitaux domestiques émergents. Le Developing Managers Program fonctionne grâce à des gestionnaires de gestionnaires (des fonds de fonds) et permet à de petites entreprises ayant moins de deux milliards de dollars en gestion d'accéder au capital de CalSTRS. Plusieurs de ces entreprises sont souvent dirigées par des femmes ou des personnes issues de minorités.

Une autre des stratégies courantes de CalSTRS est d'encourager le développement économique en prêtant sa cote de crédit triple A à des municipalités et à des agences d'État pour favoriser le rehaussement de crédit, moyennant certains frais. La caisse permet ainsi le développement de projets de revitalisation à moindres coûts, tout en obtenant de bons rendements (34 millions de dollars de 1994 à 2007). (Hebb, 2007)

D'autre part, CalSTRS a mis sur pied le Urban and Rural Program et s'est engagé à investir 2 % de son portefeuille total dans les marchés de capitaux domestiques émergents ou mal desservis. Ces investissements se font principalement dans des actions cotées en bourse de grandes compagnies dont le siège social est situé en Californie, mais également dans l'immobilier et dans les placements privés. Son programme Portefeuille proactif – placement privé, en partenariat avec CalPERS, utilise un fond-de-fonds de la Bank of America Capital Access Fund<sup>39</sup> visant à dénicher des opportunités dans les marchés de capitaux domestiques émergents, avec une attention particulière pour la Californie. La structure du fond de fonds permet d'atteindre une échelle d'investissement intéressante et offre une diversification qui réduit le risque inhérent à ce type d'investissement.

Un autre programme de CalSTRS est le programme Home Loan (HLP). Il produit des bénéfices directs pour ses membres à travers le développement de logements abordables en Californie, car souvent les jeunes professeurs ne pouvaient se permettre de vivre dans les régions où ils enseignaient.

Ces investissements ont été rentables pour CalSTRS, car l'immobilier et les placements privés ont surpassé leurs indices de référence. En fait, depuis sa création à 2004, le programme d'investissements alternatifs de la caisse de retraite a obtenu en moyenne un taux de rendement interne de 17,2 % (Strauss et coll., 2004, p. 7). La stratégie d'affaires de CalSTRS basée sur le concept de diversité aurait donc effectivement permis de dégager de la valeur grâce à des opportunités qui leur auraient normalement échappé.

#### Faits saillants :

- En date du 30 septembre 2015, le portefeuille de placements privés de CalSTRS a rapporté 13,31 % de taux nets de rendement interne depuis sa création<sup>40</sup>.

<sup>39</sup> CalSTRS a poursuivi ses investissements à travers le Bank of America Capital Access Fund III

<sup>40</sup> <http://www.calstrs.com/private-equity-portfolio-performance>

## Les régimes de retraite de New York

Les investissements des régimes de retraite de NYSLRS et de NYCERS sont souvent étudiés conjointement, puisque ces régimes investissent une part de leurs actifs dans le développement économique de l'État de New York et de la Ville de New York. Dans un cas comme dans l'autre, la motivation première est l'obtention de rendements intéressants, les bénéfices sociaux collatéraux étant secondaires. C'est pourquoi seulement une part limitée des actifs est allouée aux investissements à vocation économique, qui eux-mêmes doivent avoir des profils comparables aux investissements traditionnels. Des zones géographiques sont ciblées, ainsi que des régions à faibles revenus en manques de capitaux.

Les investissements des régimes de retraite peuvent augmenter l'échelle des projets et servir de levier pour rassembler d'autres fonds afin d'effectuer des investissements directs dans la région de New York. L'idée est de suivre une politique de répartition stratégique des actifs afin d'obtenir de meilleurs rendements et de servir une intention. Cela peut s'appliquer à plusieurs classes d'actifs : des classes plus conventionnelles (immobilier et revenu fixe), des classes alternatives (immobilier direct, placement privé, capital de risque) ou pour obtenir des bénéfices collatéraux comme la création d'emplois, le développement de logements et l'augmentation des revenus fonciers (Hagerman et coll., 2007b). Certains de ces investissements sont accompagnés d'une garantie de l'État, comme celles de l'agence hypothécaire de l'État de New York.

## NYSLRS<sup>41</sup>

NYSLRS effectue de l'investissement ciblé dans l'État de New York. L'objectif est double : combler les besoins des individus et des retraités, et aider les entreprises de l'État de New York à démarrer et à croître (Strauss et coll., 2004, p. 9). De plus, la caisse de retraite tente de recourir au maximum à des entreprises de courtage appartenant à des personnes issues des minorités ou à des femmes.

Parmi les initiatives de NYSLRS, on compte :

- **NYS Mortgage Pass-through Program** : Établi en 1981, ce programme génère un rendement de marché tout en favorisant l'accès à la propriété pour des résidents de l'État. NYSLRS a également permis à plus de 67 000 résidents de l'État de New York d'avoir accès à un logement abordable. Depuis 1981, le Fonds a acquis près de 7,3 milliards de dollars d'hypothèques dans l'État de New York, en faisant affaire avec une ou plusieurs agences gouvernementales, tels le Federal National Mortgage Association et le Federal Home Loan Mortgage Corporation à travers Fannie Mae et Freddie Mac.
- **Affordable Housing Permanent Loan Program** : À travers des ententes avec la Community Development Corporation et la JP Morgan Chase Community Development Corporation, le Fonds a été en mesure de fournir à des familles à revenu faible ou moyen de l'État de New York la possibilité de posséder ou de louer un logement abordable. En achetant des hypothèques permanentes au taux du marché, le Fonds finance la construction de logements multifamiliaux abordables et la revitalisation de logements détériorés ou abandonnés pour du logement multifamilial et de l'hébergement adapté pour personnes âgées. Depuis le début du programme en 1991, 6 976 unités ont été complétées et 3 513 étaient en cours en 2007.
- **New York Business Development Corporation (NYBDC) Program** : Le Common Retirement Fund fournit à NYBDC des fonds pour faire des prêts à des petites entreprises pour leur fonds de roulement, l'acquisition de machinerie ou d'immobilier. NYBDC a comme objectif de faire au moins le tiers de ses prêts à des entreprises, dont des femmes ou des personnes issues de minorités sont propriétaires. Les prêts sont garantis, donc les actifs du régime de retraite ne sont pas à risque. De plus, le programme génère des avantages tangibles pour les communautés locales.
- **Financing for Emerging Businesses** : Le portefeuille en placements privés du Common Retirement Fund (CRF) inclut des investissements d'une valeur de 390 millions de dollars dans 182 entreprises de New York. Ce chiffre ne reflète que la portion du Fonds dans ces investissements; la valeur totale des entreprises de New York détenues par les partenaires du Fonds s'élevait à 3,6 milliards de dollars au 30 septembre 2002.<sup>42</sup> En 2000, le Common Retirement Fund a lancé le New York Venture Capital Investment Program. Ce programme a été conçu pour générer des rendements appropriés compte tenu des risques des placements privés tout en élargissant le bassin de capital pour les entreprises de New York. En 2007, CRF avait adopté cinq engagements totalisant

<sup>41</sup> NYSLRS est composé de deux régimes : le régime de retraite de la police et des incendies et le régime de retraite des employés. Il comprend aussi des bénéficiaires supplémentaires.

<sup>42</sup> Ces données sont les plus récentes disponibles.

140 millions de dollars. Les cinq fonds dans lesquels le programme était investi étaient : Summer Street Capital Partners, FA Technology Ventures, Ascend Ventures, Wheatley Partners et DeltaPoint Capital.

- **Investissements en immobilier :** Le Common Retirement Fund a investi dans l'immobilier commercial dans l'État de New York et possède seize édifices à bureaux, centres commerciaux et édifices d'entreposage. Dans le cadre du Real Estate Joint Venture Program, le Fonds a été en mesure d'acquérir des propriétés qui avaient besoin d'être relouées, repositionnées et modernisées. (Strauss et coll., 2004, p. 8-10 et Hagerman et coll., 2007b)

Conjointement avec les cinq régimes de retraite de la Ville de New York, NYSLRS a également investi dans le New York City Investment Fund LP afin d'effectuer des investissements immobiliers de valeur ajoutée dans les cinq arrondissements de la Ville de New York (Hagerman et coll., 2007b). De plus, NYSLRS a investi en immobilier direct pour un complexe immobilier mixte qui possède 360 logements locatifs (une part étant réservée aux familles gagnant 50 % et moins du revenu médian de la région), un supermarché et un centre communautaire.

Au niveau des placements privés effectués dans les entreprises émergentes, NYSLRS a découvert des opportunités tant dans la partie nord de l'État que dans sa partie sud. Le régime opte généralement pour des partenariats avec d'autres investisseurs afin de devenir une source de capital patient dans l'État de New York (Hagerman et coll., 2007b).

## NYCERS

NYCERS regroupe tous les employés et retraités de la Ville de New York qui ne font pas partie des caisses des professeurs, des policiers, des pompiers et du conseil d'éducation. Cette caisse s'est dotée d'une politique de revitalisation urbaine pour la Ville de New York qui repose surtout sur des stratégies d'investissement immobilier et sur une vision à long terme : « Le Système vise à allouer 2 % des actifs dans des investissements à vocation économique, 6 % des actifs en revenu fixe et 2 % chacun pour les placements privés et l'immobilier. » (Hagerman et coll., 2007b). Les investissements à vocation économique ont surtout pris la forme de titres à revenu fixe.

NYCERS a mis beaucoup d'énergie dans les investissements pour le logement abordable. Comme la majorité des employés de NYCERS doivent vivre à l'intérieur des limites de la ville de New York, alors il est logique pour NYCERS de rechercher des investissements qui auront comme résultats le déploiement d'un plus grand nombre de logements abordables dans la ville où ses bénéficiaires vivent et travaillent. Dès 1982, le régime a adopté une résolution en ce sens dans sa politique d'investissements à vocation économique. Le régime s'est associé à des prêteurs privés et à des partenaires en habitation pour financer le logement abordable, ce qui incite d'autres investisseurs à placer des capitaux dans les projets. L'un des programmes les plus importants de NYCERS est le Programme public-privé de réhabilitation des appartements (PPAR) dans lequel la majorité des investissements sont 100 % garantis par l'agence hypothécaire de l'État de New York (SONYMA) ou par la Corporation d'assurance hypothécaire résidentielle de la Ville de New York (REMIC). Depuis 2005, NYCERS s'éloigne tranquillement de ces produits garantis pour se diversifier par l'utilisation d'autres classes d'actifs.

La Figure 5 montre le mécanisme d'investissement généralement utilisé par NYCERS pour ses investissements dans le logement abordable :

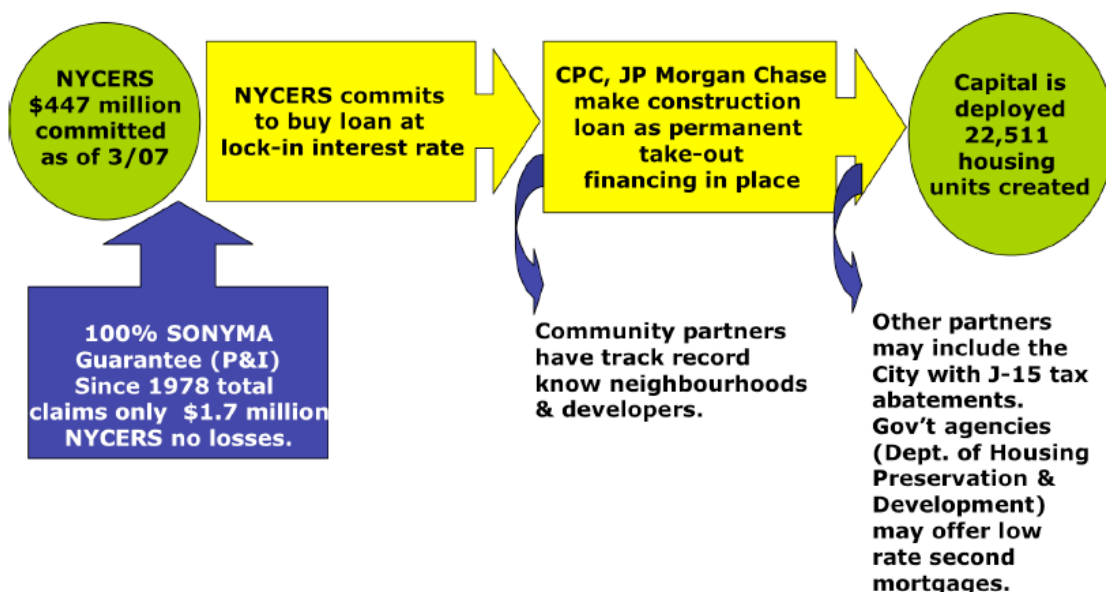


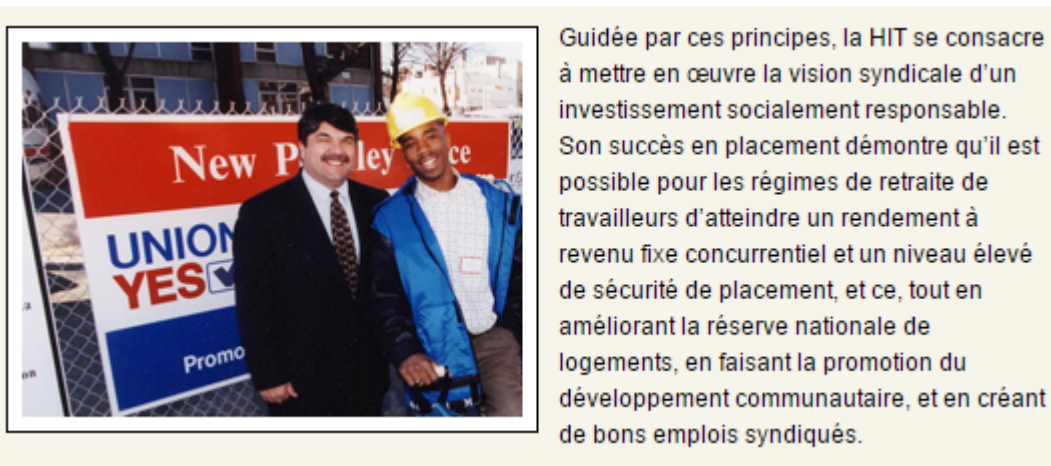
Figure 5 — Mécanisme d'investissement dans le logement abordable de NYCERS.

Source : Hagerman et coll., 2007b

NYCERS prend l'engagement d'acheter au partenaire un prêt allant jusqu'à 24 mois à un taux fixe d'intérêt à long terme. Le partenaire est souvent la Community Preservation Corporation, un prêteur privé ayant une bonne connaissance du terrain, des promoteurs, des coûts d'opération, etc.<sup>43</sup> La corporation effectue le prêt de construction (et la construction elle-même), convertit le prêt en financement permanent et le vend en parts séparées à NYCERS.

NYCERS développe également le logement abordable grâce à des produits hypothécaires. Le régime de retraite détient des parts du Housing Investment Trust (HIT), un fonds au niveau national mis sur pied par la centrale syndicale AFL-CIO<sup>44</sup>, qui lui-même investit dans des titres adossés à des hypothèques. Les investissements importants de NYCERS dans ce fonds ont permis d'obtenir un investissement direct dans la ville de New York.

Soulignons que le AFL-CIO Housing Investment Trust (HIT) est un exemple incontournable de l'impact que peuvent avoir les régimes de retraite à la recherche d'investissement responsable. Ses objectifs incluent entre autres « l'augmentation de la disponibilité de logements abordables, la création d'emplois syndiqués afin de soutenir les familles, l'accession à la propriété pour des familles ayant un revenu de travail, et la revitalisation des communautés sociales et professionnelles des syndiqués<sup>45</sup>. » Ce fonds commun de placement de plus de 350 investisseurs vise à effectuer des investissements en immobilier résidentiel favorisant à la fois l'emploi d'une main-d'œuvre syndiquée et l'accès au logement abordable pour les familles ouvrières, tout en ayant comme objectif d'atteindre de bons rendements ajustés au risque. Il permet le déploiement d'un plus grand nombre de logements abordables, tout en offrant des conditions de travail avantageuses aux ouvriers.



Source : <http://www.aflcio-hit.com/wmspage.cfm?parm1=974>

Il est à noter que ses placements sont souvent assurés ou garantis par une autorité gouvernementale, ce qui rassure grandement les investisseurs et les encourage à y placer des montants plus importants. Depuis 2007, les caisses de retraite canadiennes peuvent également détenir des parts du HIT. La figure suivante montre la quantité d'actifs nets du HIT, ce qu'il a

<sup>43</sup> Établie en 1974, CPC est subventionnée par les banques, les compagnies d'assurance, les régimes de retraite et Freddie Mac et Fannie Mae. (Hagerman et coll., 2007b)

<sup>44</sup> Pour une description de ce fonds en français, voir <http://www.aflcio-hit.com/wmspage.cfm?parm1=974>

<sup>45</sup> <http://www.aflcio-hit.com/wmspage.cfm?parm1=974>. Le libellé du texte français du site a été légèrement modifié pour refléter le texte original en anglais.

récolté, ce qu'il a financé, le nombre d'unités qu'il a permis de construire, ainsi que le nombre d'emplois que cela a généré.



Figure 6 — Faits saillants de HIT<sup>46</sup>

Source : <http://www.aflcio-hit.com/wmspage.cfm?parm1=885>

Ainsi, peu importe la façon dont les régimes de retraite peuvent investir dans le développement du logement abordable, que ce soit par la création d'un fonds ou par des placements dans des fonds existants, le volume de leurs actifs leur permet d'avoir un impact substantiel dans les communautés, tout en générant des rendements intéressants pour leurs bénéficiaires.

Grâce aux gestes qu'il a posés, NYCERS a pu construire et rénover plusieurs unités de logements abordables, surtout dans les zones à revenus faibles ou modestes (Strauss et al., 2004). De 1984 à 2007, le programme PPAR a produit 22 511 unités de logements abordables (Hagerman et al., 2007b). Les rendements financiers de ces investissements ont surpassé les indices de référence : en 2006, le rendement net sur 10 ans du programme PPAR était de 8,19 %, surpassant l'indice agrégé des obligations de Lehman qui était de 6,24 %; il était de 6,57 % pour le *AFL-CIO Housing Investment Trust* (Hagerman et al., 2007b).

<sup>46</sup> 5,79 milliards d'actifs nets, 4,40 milliards gagnés, 7,44 milliards financés, 144 000 unités, 78 480 emplois créés

## Chapitre 2 : Le contexte actuel des caisses de retraite

Ces dernières années, les caisses de retraite ont été confrontées à des défis importants au niveau de leur financement et de leurs placements. Ces défis ont mis à rude épreuve leur capacité de s'acquitter de leur mandat premier, celui de s'assurer du versement des rentes promises, et ce, à un coût raisonnable et stable. Dans ce contexte, tout le débat sur la nécessité de prendre en compte des facteurs environnementaux, sociaux ou de gouvernance (ESG), et celui sur l'impact économique et social des investissements de la caisse de retraite dans la communauté ont été plus ou moins relégués en pratique au second rang. Cela a sans doute contribué à renforcer chez plusieurs fiduciaires et chez nombre de gestionnaires l'idée que la prise en compte de ces facteurs se ferait en violation de la responsabilité fiduciaire, à savoir : gérer le régime de retraite dans le seul intérêt — strictement financier croient-ils — des participants et bénéficiaires. Dans ce chapitre, nous allons voir que cette interprétation est questionnable.

### Qu'est-ce que la responsabilité fiduciaire?

Un récent rapport publié sous l'égide des Nations Unies au terme d'un examen de la législation et de la jurisprudence en vigueur dans plusieurs pays, dont le Canada, en est arrivé à la définition suivante de la responsabilité fiduciaire :

« La responsabilité fiduciaire (ou obligations équivalentes) existe pour faire en sorte que ceux qui gèrent l'argent d'autrui agissent dans l'intérêt des bénéficiaires plutôt que dans leur propre intérêt. Les responsabilités les plus importantes sont :

- Loyauté : les fiduciaires devraient agir de bonne foi dans l'intérêt de leurs bénéficiaires, devraient équilibrer de façon impartiale les conflits d'intérêts entre différents bénéficiaires, devraient éviter les conflits d'intérêts et ne devraient pas agir dans leur intérêt ou dans celui d'un tiers.
- Prudence : les fiduciaires devraient agir avec l'attention requise, la compétence et la diligence, en investissant comme une « personne prudente » le ferait. » (UNEP FI, 2015, p. 11, traduction libre)

Selon cette définition, les gestionnaires d'actifs des régimes de retraite ont l'obligation de prendre des décisions qui sont dans l'intérêt des bénéficiaires de ces actifs. Ils doivent agir avec loyauté envers les bénéficiaires et investir prudemment. Évidemment, la première responsabilité fiduciaire d'une caisse de retraite est d'assurer le paiement des rentes promises, et ce, à un coût raisonnable et le plus stable possible. Le non-respect des obligations fiduciaires constitue une faute grave qui peut exposer les fiduciaires à des poursuites judiciaires.

Au Québec, c'est la Loi sur les régimes complémentaires de retraite qui aborde la question de la responsabilité fiduciaire. Les articles 151 et 158, qui convergent tout à fait avec la définition donnée plus haut, stipulent que :

« Le comité de retraite doit agir avec prudence, diligence et compétence, comme le ferait en pareilles circonstances une personne raisonnable; il doit aussi agir avec honnêteté et loyauté dans le meilleur intérêt des participants ou bénéficiaires. Les membres du comité de retraite qui ont ou devraient avoir, compte tenu de leur

profession ou de leur entreprise, des connaissances ou aptitudes utiles en l'occurrence, sont tenus de les mettre en œuvre dans l'administration du régime de retraite. » (Loi sur les régimes complémentaires de retraite, L.R.Q., chapitre R-15.1, a. 151)

« Un membre d'un comité de retraite ne peut exercer ses pouvoirs dans son propre intérêt ni dans celui d'un tiers; il ne peut non plus se placer dans une situation de conflit entre son intérêt personnel et les devoirs de ses fonctions. S'il est lui-même participant ou bénéficiaire, il doit exercer ses pouvoirs dans l'intérêt commun, en considérant son intérêt au même titre que celui des autres participants ou bénéficiaires. » (Loi sur les régimes complémentaires de retraite, L.R.Q., chapitre R-15.1, a. 158)

Précisons que les obligations fiduciaires lient aussi bien le comité de retraite que les personnes déléguées à la gestion de ses actifs, ce qui est d'ailleurs explicité à l'article 153 de ladite loi. Du reste, même si le comité de retraite décide de déléguer ses pouvoirs, il conserve une responsabilité fiduciaire : « Le comité de retraite répond de celui à qui il a délégué des pouvoirs, entre autres, lorsqu'il n'était pas autorisé à le faire; s'il l'était, il ne répond alors que du soin avec lequel il a choisi ce délégué et lui a donné ses instructions. » (Loi sur les régimes complémentaires de retraite, L.R.Q., chapitre R-15.1, a. 154). En d'autres mots, le comité de retraite a le devoir de choisir avec soin ses gestionnaires d'actifs et d'assurer un suivi régulier de leur mandat afin de s'assurer qu'ils remplissent correctement leurs fonctions.

### **Une réflexion au plan international qui s'est approfondie au cours des 15 dernières années**

Suite à des développements ayant eu lieu depuis 2000 dans certains pays européens, au Royaume-Uni en particulier, l'Initiative financière du Programme des Nations Unies pour l'environnement (UNEP FI) publiait en 2005 un rapport sur l'aspect légal de l'intégration des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans l'investissement institutionnel. Le rapport abordait spécifiquement la situation du Canada dont l'exposé avait été rédigé par des juristes du cabinet McCarthy Tétrault LLP. Ce rapport, communément appelé « Rapport Freshfields » (du nom du cabinet d'avocat londonien qui en a coordonné la rédaction), est toujours une référence en la matière. Il arrive à la conclusion suivante : « intégrer les considérations ESG à l'intérieur d'une analyse d'investissement dans le but de prédire de manière fiable la performance financière est clairement permis et est sans doute nécessaire dans toutes les juridictions<sup>47</sup>. » (UNEP FI, 2005, p. 13). Cette conclusion était considérée comme très audacieuse à l'époque, alors que les investisseurs institutionnels étaient peu accoutumés à traiter de ces questions. La responsabilité fiduciaire au Québec, codifiée dans le Code civil et la Loi sur les régimes complémentaires de retraite (L.R.Q., chapitre R-15.1), s'est inspirée notamment de la doctrine et surtout de la jurisprudence plus importante dans les pays anglo-saxons : une discussion sur la responsabilité fiduciaire dans les pays anglo-saxons a donc tout son sens dans le contexte québécois.

---

<sup>47</sup> Traduction libre de « *integrating ESG considerations into an investment analysis so as to more reliably predict financial performance is clearly permissible and is arguably required in all jurisdictions* »

#### Le cas américain

« La règle moderne de l'investisseur prudent incorpore à la fois un devoir de gérer avec soin et un devoir de loyauté et met l'accent sur la théorie moderne du portefeuille qui prévoit que :

- les investissements ne sont pas évalués un par un, mais dans le contexte de leur contribution aux investissements de l'ensemble du portefeuille;
- il n'y a pas d'obligation de « maximiser » le rendement de chaque placement, mais plutôt le devoir de mettre en place une stratégie de placement d'ensemble qui est rationnelle et appropriée pour le fonds;
- le portefeuille doit être diversifié, à moins que ce soit prudent de ne pas le faire; et
- la prudence d'un investissement donné devrait être évaluée au moment où l'investissement a été fait, et non a posteriori.

La règle moderne de l'investisseur prudent a pour effet que ceux qui décident disposent d'une discrétion pour investir dans une gamme élevée et diversifiée de stratégies d'investissement, pour autant que leur choix soit rationnel et défendable au plan économique. La règle reconnaît que différents investissements jouent des rôles différents à l'intérieur d'un portefeuille équilibré.

Parce qu'il n'y a pas d'obligation de maximiser le rendement de chaque investissement, la prudence d'un investissement en particulier ne sera évaluée que dans le contexte de l'ensemble de la stratégie d'investissement. Il n'y a donc pas de raison pour que des stratégies d'investissement ne puissent inclure des investissements avec des caractéristiques ESG positives. La contrainte la plus importante à cet égard est le devoir de loyauté : toutes les décisions d'investissement doivent être prises dans le seul intérêt des bénéficiaires du fonds ou en lien avec l'objectif du fonds. Aucun investissement ne devrait être fait dans le seul but d'aller dans le sens du point de vue personnel du décideur. Tous les choix doivent plutôt être soupesés et évalués dans le contexte de leur impact attendu sur le portefeuille total.

De plus, comme tout autre facteur, les facteurs ESG doivent être pris en compte à chaque fois qu'ils sont pertinents pour l'un ou l'autre des volets de la stratégie d'investissement (incluant le contexte économique ou politique d'ensemble, les conséquences fiscales attendues, le rôle que chaque placement joue à l'intérieur du portefeuille dans son ensemble, le risque et le rendement attendu et le besoin de liquidité ou d'appréciation du capital). De plus, lorsque les bénéficiaires ont exprimé des préférences en ce qui a trait aux investissements du fonds, ces préférences devraient aussi être prises en considération.

En bref, il ne semble pas y avoir d'interdiction à l'intégration de facteurs ESG dans la gestion quotidienne du fonds, dans la mesure où l'on demeure centré sur les bénéficiaires et l'objectif du fonds et non pas sur des préoccupations non reliées. » (UNEP FI, 2005, p. 8, traduction libre)

Selon cette interprétation, les régimes de retraite respectent leurs obligations fiduciaires s'ils prennent des décisions d'investissement qui, à rendements et risques comparables, tiennent compte des facteurs ESG. Par exemple, s'ils étaient amenés à choisir entre deux projets

similaires d'un point de vue financier, mais que l'un des deux semble offrir en plus des conséquences économiques ou sociales favorables dans la communauté où réside la majorité des bénéficiaires, ils devraient opter pour ce dernier, dans le respect de leurs obligations fiduciaires. Ou encore, si l'un des deux projets était réputé avoir des conséquences environnementales néfastes qui affecteront l'environnement dans lequel vivent les bénéficiaires, qui mineront l'acceptabilité sociale du projet ou encore qui risqueront de conduire à des coûts additionnels découlant du resserrement des normes réglementaires relatives aux changements climatiques, ce projet devrait être écarté sur la base de la responsabilité fiduciaire du comité de retraite.

Comme l'affirme *Fiduciary Duty In The 21st Century*, un rapport publié en 2015 sous l'égide des Nations Unies :

« L'intégration des facteurs ESG dans la recherche et les processus d'investissement va permettre aux investisseurs de prendre de meilleures décisions en matière de placements et d'améliorer la performance des placements en lien avec leurs responsabilités fiduciaires. Le résultat sera que le capital sera alloué dans des entreprises avec une bonne gouvernance, faisant ainsi en sorte que les investisseurs seront en meilleure position pour contribuer aux objectifs d'une économie plus verte et d'une société davantage soutenable. » (UNEP FI, 2015, p. 10, traduction libre)

### **Quelques obstacles pratiques à la prise en compte des facteurs ESG dans les placements**

On constate toutefois que l'adoption de cette approche se heurte à un certain nombre d'obstacles. Un obstacle majeur a trait à la perception encore largement partagée selon laquelle il y aurait un conflit entre la responsabilité fiduciaire et la prise en compte de facteurs environnementaux, sociaux ou de gouvernance. Voilà pourquoi le rapport 2015 de UNEP FI formule un certain nombre de recommandations aux gouvernements et organismes de réglementation. Selon eux, il faut :

- « clarifier que les fiduciaires doivent analyser et prendre en compte les facteurs ESG dans leurs processus d'investissement, dans leurs activités d'actionnariat actif et dans leur politique d'engagement;
- clarifier que la responsabilité fiduciaire exige que les investisseurs prennent en compte les facteurs qui affectent la valeur des investissements à long terme, y compris les facteurs ESG; [...]
- exiger la transparence de la part des investisseurs sur tous les aspects de l'intégration des facteurs ESG et des pratiques en matière de placement.
- exiger une meilleure divulgation de la part des entreprises sur les facteurs ESG et sur la façon dont ces facteurs affectent la performance de l'entreprise à court et à long terme;
- augmenter les attentes en matière de compétence et habiletés des fiduciaires; [...]
- appuyer le développement d'orientations en matière de processus d'investissement : croyances en matière de placements, mandats à long terme, rapports intégrés et performance. » (UNEP FI, 2015, p. 21, traduction libre)

Dans le cas du Canada, le même rapport ajoutait deux recommandations spécifiques :

« Le Bureau du surintendant des institutions financières et les organismes de réglementation dans chaque province devraient affirmer clairement que les propriétaires d'actifs devraient porter attention aux facteurs à long terme (y compris les facteurs ESG) dans leur processus décisionnel et dans le processus décisionnel de leurs mandataires.

Le gouvernement fédéral et les gouvernements provinciaux devraient suivre l'exemple de l'Ontario et introduire une législation sur la divulgation en matière ESG. Cette législation devrait exiger des organismes de réglementation :

- de passer en revue les progrès annuellement;
- d'expliquer comment les détenteurs de capital intègrent les facteurs ESG dans leur processus d'investissement;
- d'analyser comment ces engagements ont eu un effet sur les actions prises et sur les résultats obtenus (les résultats réfèrent ici à la fois à la performance financière et à la performance ESG des entités dans lesquels ils sont investis). »  
(UNEP FI, 2015, p. 42, traduction libre)

Sur la base d'entrevues réalisées auprès d'experts et d'intervenants sur tous les continents, le rapport faisait part d'un certain nombre de contraintes additionnelles qui ont ralenti l'adoption de cette approche :

« La responsabilité fiduciaire n'est qu'une raison parmi d'autres pour laquelle les détenteurs de capital n'ont pas adopté l'investissement responsable; ce ne serait même pas le principal obstacle. Les personnes interrogées ont noté d'autres facteurs à prendre en compte :

- Contraintes de ressources — particulièrement en raison de la complexité croissante de la réglementation et autres exigences auxquelles les régimes de retraite sont confrontés
- Connaissance et compréhension des facteurs ESG — à la fois comment les facteurs ESG peuvent avoir un impact sur la performance et comment l'intégration ESG et l'investissement responsable pourraient être implantés dans l'organisation
- Les valeurs personnelles et les perceptions — en particulier le malentendu selon lequel les facteurs ESG sont des enjeux exclusivement éthiques, qu'un accent porté sur les facteurs ESG entraîne une baisse de la performance et qu'il est difficile d'ajouter de la valeur aux placements en mettant l'accent sur les facteurs ESG
- Des priorités organisationnelles en concurrence — telles que le risque, la gestion, les exigences de financement, qui peuvent entraîner une attention excessive sur la performance à court terme
- L'absence de consensus sur les bonnes ou les meilleures pratiques en matière d'investissement responsable. »  
(UNEP FI, 2015, p. 10, traduction libre)

Ces difficultés expliquent peut-être pourquoi ce sont surtout les caisses de retraite les plus importantes, généralement celles du secteur public, qui ont inclus dans leur approche de

placement les facteurs ESG ou qui, comme nous l'avons vu précédemment, ont délibérément choisi d'investir directement dans le développement de leurs territoires.

### **Des ressources pour pallier le manque d'expertise au sein des régimes ou les contraintes liées à leur taille**

Compte tenu de leur taille modeste, très peu de régimes de retraite au Québec assument la gestion de leurs actifs à l'interne; ils en délèguent plutôt la gestion, et donc la sélection de titres et de projets, à un gestionnaire externe. Pour la même raison, ils ont eu tendance à se confiner à deux classes d'actifs : les obligations et les actions transigées sur les marchés publics. Ces dernières années, les très modestes rendements attendus pour les obligations et la très forte volatilité des actions ont exacerbé les problèmes de financement des caisses de retraite et souligné la nécessité d'inclure d'autres classes d'actifs dites « alternatives », comme l'immobilier, les placements privés ou les infrastructures. Ces classes ont l'immense avantage de diversifier les placements de la caisse et donc d'en réduire le risque tout en générant des rendements plus intéressants et stables sur un horizon à long terme. Il faut cependant une expertise particulière pour les analyser et réaliser les investissements. Cette exigence est en quelque sorte venue aggraver le problème de la faiblesse d'expertise interne. Cela explique sans doute pourquoi plusieurs comités de retraite ont hésité à faire ce saut. Il ne faut donc pas s'étonner que les caisses qui ont maintenant une exposition significative à ces classes et stratégies « alternatives » soient issues du secteur public puisqu'elles ont la masse critique d'actifs et de ressources à l'interne pour les inclure dans leur portefeuille et les gérer directement à un coût raisonnable, avec des rendements financiers nettement plus intéressants.

Ces dernières années toutefois, des gestionnaires expérimentés proposent des produits à des coûts un peu plus abordables pour les régimes de taille plus modeste, ce qui leur permet de s'y engager : c'est le cas notamment en immobilier et, plus récemment, en infrastructures. De la même façon, certains gestionnaires signataires des *Principes pour l'investissement responsables de l'ONU (PRI)* offrent des fonds d'obligations et d'actions qui prennent en compte les facteurs ESG et offrent des performances financières comparables aux fonds qui les ignorent. Bref, des solutions se sont mises en place pour rendre accessibles ces nouvelles approches aux caisses de retraite plus modeste ou en manque d'expertise. Ces nouvelles offres de services contribuent en quelque sorte à « normaliser » la prise en compte des facteurs ESG pour les investisseurs institutionnels, un développement que soulignait également le rapport *Fiduciary Duty In The 21st Century*.

### **Des balises claires pour emprunter les voies alternatives**

Dans le cas où le mandat se fait sur une base ségréguée, il est possible pour le comité de retraite de choisir un mandat répondant aux objectifs qu'il poursuit. Il peut aussi intégrer à un mandat confié à un gestionnaire un certain nombre de directives :

- requérant de prendre en compte les facteurs ESG lorsqu'ils ont un impact sur le rendement ou le risque d'un investissement, ou
- privilégiant les placements qui, quoique comparables au plan financier, ont un impact favorable au plan ESG sur la communauté où se trouvent les bénéficiaires, ou encore

- écartant les placements qui vont clairement à l'encontre de certaines valeurs reflétant un degré de consensus élevé parmi les participants ou qui ne bénéficient manifestement pas d'une acceptabilité sociale.

Il est aussi possible pour une caisse de retraite de choisir un fonds commun de placement dans la mesure où les objectifs et l'approche retenue conviennent aux objectifs de sa politique de placement.

Nous espérons être parvenus à démontrer dans ce chapitre qu'il est possible et même souhaitable pour les régimes de retraite d'adopter une approche permettant d'investir dans l'économie sociale et le développement territorial du Québec en tout respect des responsabilités fiduciaires.

## Chapitre 3 : Possibilités d'expansion de l'économie sociale et du développement territorial avec accès à de nouvelles sources de capitaux

Après avoir établi la possibilité pour les régimes de retraite d'effectuer un certain nombre d'investissements responsables leur rapportant des rendements satisfaisants tout en respectant leur responsabilité fiduciaire vient la question des besoins de financement du secteur de l'économie sociale et du développement territorial. Y a-t-il véritablement des besoins non comblés dans ces secteurs ou est-ce que les sources de financement actuelles répondent adéquatement à l'ensemble des besoins?

D'un côté de la médaille, lorsque questionnés quant aux sources de financement, les acteurs du secteur de l'économie sociale et du développement territorial répondront que les besoins sont grands. De l'autre côté de la médaille, lorsque la question des investissements dans l'économie sociale et le développement territorial est abordée avec les détenteurs de capitaux, ils répondront qu'il n'y a pas assez de projets sur la table. La situation ressemble à celle de l'œuf et de la poule : si de nouvelles sources de financement sont élaborées, de nouveaux projets verront possiblement le jour, et si un grand nombre de projets sont entamés, les possibilités de financement s'adapteront sans doute.

Néanmoins, les recherches sommaires effectuées par le Chantier de l'économie sociale dans le cadre des consultations budgétaires 2016 des gouvernements provinciaux et fédéraux ont démontré qu'il existait minimalement pour **2 milliards de dollars** de projets prêts à démarrer à court terme. C'est un montant qui permet de répondre à l'un des critères d'investissement des régimes de retraite qui établit généralement les investissements minimaux à 50 millions de dollars à la fois, et qui ne doivent généralement pas représenter plus de 10 % du montage financier, ce qui fait en sorte que les projets, ou une combinaison de projets, doivent représenter au moins 500 millions de dollars.

Le portrait détaillé des besoins de financement actuels de l'économie sociale et du développement territorial reste à établir, tout comme celui du potentiel actualisable à moyen terme, un portrait qui permettrait des projections sur les vingt prochaines années. Le présent document ne s'attaque pas à ces tâches. Nous tentons plutôt de donner quelques illustrations, de faire voir à quoi pourraient ressembler des projets arrimant les besoins d'investissement des régimes de retraite aux possibilités de financement de l'économie sociale et du développement territorial. Nous espérons ainsi susciter l'intérêt des acteurs du milieu des régimes de retraite, de la finance, de l'économie sociale et du développement territorial. Le but ici est d'identifier des possibles. Les chemins pour les réaliser devront faire l'objet d'autres démarches.

### Immobilier et revitalisation urbaine

En accédant à de nouvelles sources de capital patient, ce que permettraient les investissements des régimes de retraite, de nouveaux projets immobiliers ou de revitalisation urbaine pourraient voir le jour. Bien que la quantité d'actifs immobiliers des OSBL d'habitation soit de 4,7 milliards

de dollars (soit environ 48 000 logements) (Allan Gaudreault, 2015), et de plus de 1,5 milliard pour les coopératives d'habitation (soit environ 30 000 logements)<sup>48</sup> — ce qui est substantiel —, la demande est encore très grande pour les logements de ce type. En effet, les données du recensement de 2011 indiquent que le nombre de ménages consacrant plus de 50 % de leur revenu au paiement de leur logement est de 227 835, soit 17,5 %<sup>49</sup>, et plusieurs OSBL et coopératives ont de longues listes d'attente sur lesquelles les gens doivent s'inscrire avant de pouvoir accéder à un logement. Autrement dit, le secteur de l'immobilier collectif pourrait sans doute doubler sans que l'offre ne dépasse la demande.

Au-delà de la construction de nouveaux logements, les besoins se font également sentir pour le financement des travaux et le refinancement à long terme requis pour assurer la conservation du parc immobilier des OSBL et des coopératives du Québec. La création de fonds consacrés à la conservation et à l'expansion de ce parc immobilier pourrait offrir la possibilité aux investisseurs à la recherche de produits de la finance solidaire (comme les régimes de retraite) de répondre à leurs besoins. De plus, les OSBL ou les coopératives dont les avoirs se retrouveront dans ces fonds pourront plus facilement offrir des garanties de prêts pour les OSBL et les coopératives en développement, ou même pour d'autres projets sociaux à la recherche de partenaires.

Lorsqu'on aborde l'enjeu du développement immobilier, qu'il soit résidentiel, commercial ou institutionnel, la préoccupation des acteurs du milieu de l'économie sociale est de s'assurer que la revitalisation urbaine ne bascule vers un embourgeoisement. C'est un peu la mission que s'est donnée la Société de développement Angus (SDA), une entreprise d'économie sociale avec un Technopôle accueillant « une cinquantaine d'entreprises, institutions et organismes employant plus de 2 000 travailleurs dans divers pôles d'activités porteurs » :

« La société de développement Angus (SDA) a pour mission de réaliser des projets de revitalisation urbaine en misant sur les principes du développement durable et en générant des retombées significatives pour la communauté locale<sup>50</sup>. »

Ce type d'entreprises d'économie sociale à grande échelle et fortement capitalisée est le genre de projet qui a le potentiel d'attirer les capitaux des régimes de retraite, pour autant qu'on leur en donne la possibilité. La mise au point de produits financiers adéquats, satisfaisant aux besoins des uns et des autres, pourrait mener à la multiplication de ce type de projets sur le territoire québécois, ce qui favoriserait la revitalisation de plusieurs régions. Il y a là un potentiel de transfert important, et il est clair que le potentiel de ce transfert repose en grande partie sur un modèle financier innovateur auquel doivent être associées les diverses parties prenantes. La forme d'un éventuel partenariat capable d'explorer et de proposer des formules adaptées reste à définir, certes, mais le potentiel et l'occasion sont là.

On peut aussi facilement imaginer l'impact positif que le développement d'infrastructures sociales pourrait avoir dans les communautés si elles étaient financées par de nouvelles sources de capitaux. On pense, par exemple, à la possibilité pour les Centres de la petite enfance (CPE)

<sup>48</sup> <http://www.cooperativehabitation.coop/>

<sup>49</sup> [http://www.frapru.qc.ca/wp-content/uploads/2014/09/Dossier-noir-2014VF\\_web.pdf](http://www.frapru.qc.ca/wp-content/uploads/2014/09/Dossier-noir-2014VF_web.pdf)

<sup>50</sup> <http://www.sda-angus.com/sda/c48bc2d499d8/la-mission>

de construire de nouveaux locaux, de s'agrandir, de devenir propriétaires des lieux qu'ils occupent ou de procéder à des rénovations assurant la conservation de leur patrimoine immobilier. On peut penser également aux besoins des personnes âgées identifiés par le Plan d'action gouvernemental en économie sociale (PAGÉS) comme un créneau de développement. Dans ce contexte, certains projets pilotes immobiliers se développent, comme celui des résidences pour aînés de la Fédération interprofessionnelle du Québec (FIQ). Ces infrastructures sociales sont réparties sur l'ensemble du territoire du Québec et représentent souvent des espaces de relations sociales importantes pour le dynamisme des communautés. Le développement de ces infrastructures a d'ailleurs été identifié comme l'un des besoins importants pouvant s'arrimer avec ceux des régimes de retraite par le Chantier de l'économie sociale. Effectivement, les sources de capital patient sont peu nombreuses dans l'écosystème financier et l'apport des régimes de retraite pourrait compléter, voire augmenter substantiellement l'offre actuelle.

### **Coopératives forestières**

En dehors des secteurs plus spontanément associés au développement de l'économie sociale comme ceux de l'immobilier collectif et de la revitalisation urbaine, d'autres avenues porteuses s'offrent également aux régimes de retraite. C'est le cas en particulier du domaine de l'exploitation des ressources naturelles, domaine stratégique pour plusieurs régions et de nombreuses collectivités. Ce secteur est un bel exemple de la jonction qui peut exister entre l'économie sociale et le développement territorial.

La Fédération québécoise des coopératives forestières (FQCF) fait la promotion depuis quelques années déjà de la production d'énergie par la biomasse. Récemment, en mai 2015, elle annonçait la création du Fonds Biomasse Énergie pour le développement de cette filière prometteuse. Elle a produit un rapport substantiel définissant un très vaste potentiel d'affaires dans l'ensemble des régions ressources du Québec. Déjà, un premier investissement a été réalisé dans la région de l'Abitibi-Témiscamingue, d'un montant de 400 000\$, pour un projet qui contribuera à la réduction des gaz à effet de serre (2 700 M. tonnes de CO<sub>2</sub>) et qui permettra de remplacer des hydrocarbures par une énergie renouvelable, génératrice d'emplois locaux. Le projet vise tout aussi bien le secteur industriel — comme c'est le cas avec le premier projet de la mine Casa Berardi au nord de La Sarre — que le secteur institutionnel (centres d'accueil, hôpitaux, écoles, hôtels de ville, etc.).

Le rapport de la FQCF explique l'avantage de cette source d'énergie : « La biomasse forestière est une source d'énergie plus stable que les énergies fossiles, car le coût du combustible (biomasse) représente généralement de 30 à 40 % du coût total de l'énergie produite versus 80 % à 90 % pour une chaufferie aux énergies fossiles. Ainsi, la fluctuation du prix du combustible biomasse aura un impact moindre sur le coût total de l'énergie que ceux liés aux énergies fossiles. » (Fédération québécoise des coopératives forestières, 2012)

Plusieurs régimes de retraite ont déjà l'habitude de considérer les impacts environnementaux dans leurs décisions d'investissements pour assurer la stabilité à long terme de leurs rendements. Le projet de la FQCF pourrait leur offrir une occasion d'élargir et de combiner leurs objectifs sociaux et environnementaux. Ici, non seulement les conséquences environnementales

sont amoindries, mais ces investissements permettent également d'avoir un apport positif important dans le développement des régions rurales du Québec. Ce créneau complémentaire à l'industrie forestière permettrait de créer des dizaines de milliers d'emplois, tout en diversifiant l'économie des régions. Augmenter l'apport de capital patient est un besoin réel pour cette filière promise à un développement important, capable de générer des rendements prometteurs. En effet, le projet de la FQCF prévoit que les rendements des projets de biomasse seraient de 8 à 24 % sur 15 ans.

Enfin, cette filière « est moins coûteuse par MW de puissance installée et elle a un coût de revient au kWh compétitif par rapport à d'autres filières énergétiques<sup>51</sup>. » Ainsi, la situation particulière du Québec lui permet d'offrir des opportunités d'investissement uniques, encore peu explorées par les régimes de retraite, qui favoriseraient également le développement des régions à travers le soutien à des acteurs du milieu de l'économie sociale. Il reste des conditions à réunir pour accélérer la réalisation des projets, certes, mais il est certain que les manifestations d'intérêt de la part d'éventuels investisseurs pourraient contribuer à aplanir bien des difficultés administratives et réglementaires.

### **Développement de nouveaux produits financiers**

Par leur nature, les régimes de retraite sont généralement à la recherche de produits financiers leur permettant de placer leurs capitaux massivement, sur du long terme, d'obtenir de bons rendements stables et de ne pas avoir à assumer de trop lourds fardeaux de gestion. Ils agissent donc généralement sur les marchés publics et évitent les investissements trop petits qui leur demanderaient beaucoup de ressources pour effectuer les vérifications et assumer les frais de gestion.

À l'inverse, les projets d'économie sociale ou de développement territorial du Québec demandent généralement de petits investissements (comparativement à l'échelle d'investissement habituel des régimes de retraite) et nécessitent un accompagnement adapté à chacune de leurs étapes de développement. De plus, les entreprises d'économie sociale sont caractérisées par une propriété collective, ce qui les empêche d'offrir des parts de l'entreprise aux investisseurs, et elles ont souvent une vision de développement à plus long terme, ce qui influence l'obtention de rendements à court terme. Enfin, un certain changement de mentalité doit s'opérer pour que le milieu de la finance soit perçu comme un allié potentiel du développement de l'économie sociale.

Ainsi, bien que l'horizon de placement des régimes de retraite semble correspondre à celui du développement des entreprises d'économie sociale, d'autres aspects sont plus difficiles à arrimer. C'est pourquoi il serait intéressant de recourir à un intermédiaire ayant pour mandat de répondre aux besoins des uns et des autres et de trouver les meilleures manières de faire converger les intérêts en ayant recours à des moyens adaptés. D'une manière ou d'une autre, les produits doivent être mis en commun et standardisés afin qu'ils puissent être « reconnus » sur l'écran radar des régimes de retraite.

---

<sup>51</sup> <http://www.fqcf.coop>

Les produits dérivés comme les obligations adossées à des actifs font partie de ceux qui pourraient intéresser les régimes de retraite tout en répondant aux besoins financiers de l'économie sociale et du développement territorial. On pourrait imaginer qu'un grand acteur, existant ou non, décide de racheter toutes les dettes liées à des projets d'économie sociale et les consolider dans un véhicule de titrisation spécialisé en finance solidaire pour offrir un ou des produits financiers rattachés à ce véhicule aux investisseurs institutionnels. Cela permettrait de recapitaliser tous les fonds des acteurs de l'écosystème de la finance solidaire et de lancer plusieurs nouveaux projets. Cette façon de faire serait particulièrement adaptée aux créances hypothécaires, car elle offrirait un avantage collatéral aux investisseurs comme garantie supplémentaire sur leur investissement.

Aux États-Unis, certains acteurs du milieu de la finance se sont déjà mobilisés pour favoriser des investissements aux retombées positives concrètes dans les communautés défavorisées. Pensons, par exemple, à Wall Street Without Walls qui vise à combler les lacunes au niveau des connaissances financières du secteur sans but lucratif en mettant en relation les marchés de capitaux avec des organisations engagées dans le développement économique et social des communautés à revenu faible et moyen, urbaines et rurales<sup>52</sup>. Il existe sans doute au Québec des organisations qui, elles aussi, auraient besoin d'accompagnement ou de soutien dans l'identification et la mise au point des produits financiers les mieux adaptés à leur situation. Certaines pourraient découvrir que des avenues auxquelles elles n'avaient pas songé pourraient intéresser des régimes de retraite à la recherche d'occasions d'investissement responsable et local.

En résumé, ce chapitre visait à démontrer que les possibilités d'investissements des régimes de retraite dans des projets d'économie sociale et de développement territorial sont nombreuses et structurantes pour la vitalité de l'économie québécoise. Le terme de l'investissement et du financement doit être long, l'échelle des montants en jeu doit être suffisamment grande, et les modalités permettant cet arrimage doivent éviter de requérir des investisseurs qu'ils deviennent des spécialistes de l'économie sociale et des emprunteurs qu'ils deviennent des spécialistes de la finance, d'où l'importance de trouver un moyen d'intermédiation répondant aux besoins des uns et des autres.

## **Infrastructures**

La Caisse de dépôt et placement du Québec (CDPQ) investit depuis une quinzaine d'années dans des projets d'infrastructure à travers le monde. Le 22 avril 2016, elle a annoncé un investissement dans un projet d'infrastructure majeur pour la région de Montréal, le Réseau électrique métropolitain, un système léger sur rails (SLR) de 67 km comportant 24 stations. La CDPQ compte investir 3 milliards de dollars pour ce projet de 5,5 milliards de dollars dans un modèle de partenariat public-public. La Figure 7 illustre le fonctionnement de ce modèle et les avantages que ce type d'investissements présentent pour les régimes de retraite et leurs cotisants. En effet, non seulement les bénéficiaires des régimes obtiennent des rendements sur leurs cotisations, ce qui leur permet d'obtenir de meilleures prestations, mais en plus, ils

---

<sup>52</sup> <http://www.wallstreetwithoutwalls.com>

profitent d'un avantage social qui est, dans ce cas-ci, la possibilité d'améliorer leurs déplacements et leur qualité de vie.

## LE GOUVERNEMENT DU QUÉBEC ET LA CAISSE INNOVENT EN MATIÈRE D'INFRASTRUCTURES PUBLIQUES

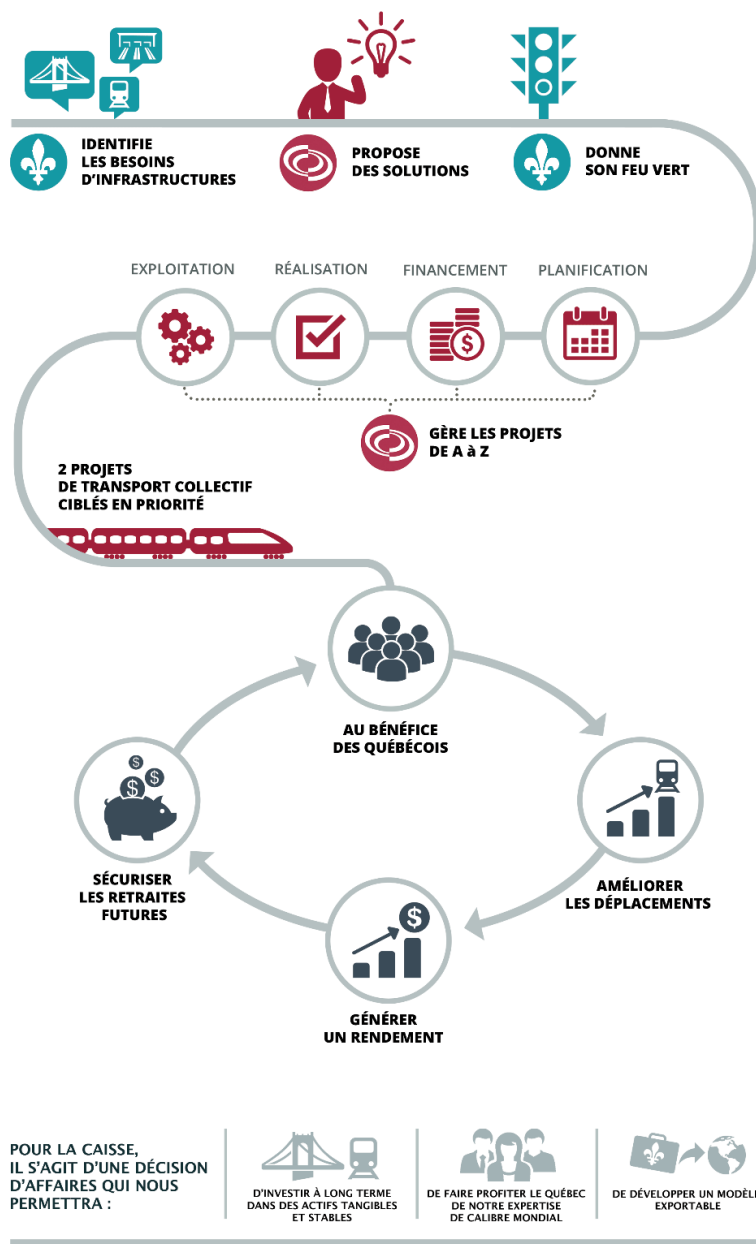


Figure 7 : Le modèle d'affaires de CDPQ Infra. Source : <http://cdpqinfra.com/fr/le-modele>

Il est important de souligner ici que nous ne sommes pas en présence d'un projet d'économie sociale. Cette initiative a par ailleurs subi un certain nombre de critiques et soulève de nombreuses enjeux, comme celui de la consultation des divers parties prenantes (citoyennes et institutionnelles) pour des projets d'une telle envergure. Ceci étant dit, ce projet d'investissement de la Caisse illustre bien l'envergure et les retombées que peuvent avoir ce type de partenariats en termes de développement territorial.

Par ailleurs, en raison de l'effet d'entraînement de l'expansion de l'offre de transport sur le développement immobilier, de nombreuses possibilités s'ouvrent également pour le secteur du logement abordable et pour le logement coopératif. On sait déjà que la captation de la valeur foncière fait partie du cadre stratégique de la Caisse de dépôt. Pour le monde de l'habitation sociale et coopérative, il y aurait tout lieu d'intégrer cette dimension majeure dans sa planification stratégique et d'explorer les formes que pourraient prendre des partenariats entre caisses de retraite et institutions de la finance solidaire. Ils s'assureraient ainsi de prendre part à cette captation de valeur — et, par là même, d'en soustraire une partie à la spéculation et aux spéculateurs. Rappelons par ailleurs que des partenariats avec des structures appartenant à l'économie sociale mettraient ce type de projet à l'abri d'un éventuel rachat étranger (ce que le projet du SLR ne peut garantir).

Pour finir, il est important de souligner l'importance du contexte politique pour la réussite de ce type de partenariat et, plus largement, pour le développement de l'économie sociale. De ce point de vue, il est intéressant de noter une certaine ouverture au niveau fédéral pour ce type d'approche. Cet intérêt devrait se concrétiser prochainement par une stratégie en finance sociale (*impact investment*).

## Conclusion : jeter les bases d'une culture de rapprochement et de collaboration

Dans ce texte, nous avons passé en revue diverses expériences qui montrent que la canalisation de l'épargne des caisses de retraite à des fins de financement de diverses initiatives de développement est possible. Ce n'est pas notre rôle de dire si une telle démarche est souhaitable au Québec. Cela relève des acteurs concernés : les caisses de retraite, les entreprises collectives, les structures de développement territorial, le réseau de la finance solidaire et les différents réseaux territoriaux et sectoriels de l'économie sociale. Une telle discussion, qui se tiendra en temps et lieu, devra cependant tenir compte des quelques balises évoquées ici.

Au-delà des principes et constats généraux, il existe en effet un écart important entre l'identification des possibilités et les conditions réelles de réalisation des partenariats qui pourraient les explorer. Cet écart reste à combler. Il faudra donc se pencher plus spécifiquement, si telle est l'avenue adoptée, sur les conditions à réunir et les modes opératoires pour assurer les succès espérés. La revue des expériences présentée ici contribue croyons-nous à en dessiner le potentiel. En terminant, nous proposons quelques observations et principes qui pourraient servir de balises.

- La recherche des avenues de développement ne doit pas servir à intensifier la concurrence entre les acteurs, mais plutôt à jeter les bases d'une action concertée permettant à chacun de tirer parti de l'action collective. Le renforcement de l'écosystème de la finance solidaire doit passer par une offre vaste et diversifiée de produits financiers, mais aussi par une coopération entre ses parties prenantes qui permettrait une plus grande cohérence de l'ensemble.
- L'action des éventuels partenaires doit être définie sur le long terme. Elle viserait à initier des projets ou partenariats qui tirent avantage de la nature même des investissements à long terme des régimes de retraite ainsi que des besoins de l'économie sociale en immobilisations à plus long terme et en capital de développement.
- L'approche à privilégier devrait viser à mettre en place des modalités de collaboration adaptées à la fois aux besoins et contraintes des entreprises d'économie sociale et autres organismes communautaires voués au développement territorial, et à ceux des caisses de retraite. Cette approche ne devrait exiger d'aucune des parties qu'elle n'ait à s'éloigner de son champ d'expertise et des balises propres à sa mission. Il s'agira donc de réfléchir à la meilleure manière de créer une fonction d'intermédiation susceptible de faciliter cette conciliation.
- Cette fonction d'intermédiation devrait faciliter le transfert et la conciliation des expertises associées non seulement aux modalités d'injection des capitaux, mais aussi à l'amélioration des capacités d'analyse et de lecture stratégique des divers secteurs où œuvrent les acteurs.

- Cette fonction pourrait donc non seulement faciliter la concertation des acteurs, mais également encourager la mise au point d'un cadre commun de reddition de comptes et d'évaluation des résultats. Ces résultats ne renverraient évidemment pas seulement à la mesure du rendement, mais aussi à celle de la réalisation d'objectifs liés à la mission des organisations bénéficiaires des investissements.

Les importantes perturbations créées par la disparition de nombreuses structures de concertation en matière de développement local et régional obligent l'ensemble des acteurs à se donner de nouvelles façons d'interagir et de coopérer. Comme espace de dialogue et de transfert, le TIESS (Territoires innovants en économie sociale et solidaire) participe déjà, en quelque sorte, à l'émergence d'une culture de rapprochement entre acteurs. Il s'agit là d'une réalité et d'une dynamique qui font la force de l'économie sociale. L'inclusion des caisses de retraite dans cette dynamique collaborative avec des objectifs de développement territorial est souhaitable et pourrait donner l'occasion d'élaborer un modèle innovant de finance responsable.

## Épilogue

Placée d'entrée de jeu à l'enseigne de la collaboration et de concertation, la journée du 30 mai (voir avant-propos) s'est avérée un véritable succès. Aux dires de plusieurs des participants, le moment était propice pour tenir une telle rencontre. La mobilisation des invités et l'intensité des échanges tout au long de la journée ont largement permis d'atteindre les objectifs de ce séminaire.

Même si le sujet était « dans l'air » depuis un bon moment déjà, il était nécessaire et important de commencer par clarifier les concepts afin d'établir sur une base commune les références utiles à une discussion fructueuse pour l'exploration des avenues de rapprochement et d'éventuelle collaboration entre responsables des caisses de retraite et promoteurs de l'économie sociale. À cet égard, il était essentiel de faire un examen rigoureux de la responsabilité fiduciaire non seulement pour bien baliser cette notion, mais également pour délimiter le périmètre des attentes réciproques. Il se dégageait assez clairement de la discussion que le secteur de l'économie sociale demeurait encore méconnu ou trop étroitement identifié à certains types d'activités seulement.

La mise en contexte et la présentation de la problématique d'ensemble ont permis d'établir de manière convaincante qu'une convergence est non seulement possible, mais souhaitable entre les besoins des caisses de retraite et ceux des promoteurs de l'économie sociale et solidaire en raison, principalement des nécessités internes à leurs propres logiques de développement.

D'un côté, les caisses de retraite ont besoin de diversifier leurs placements au-delà des actifs traditionnels (obligations et actions) si elles souhaitent obtenir dans le contexte actuel des rendements raisonnables, stables et de long terme. Cette nécessité pose des défis particuliers, car la diversification suppose d'explorer des avenues relativement inédites pour plusieurs intervenants. À cet égard, certains ont rappelé à juste titre qu'il ne faut pas sous-estimer le poids de la culture actuelle des caisses de retraite et de leurs consultants et gestionnaires comme obstacle à l'investissement des caisses de retraite dans leur milieu ou dans l'économie sociale.

De l'autre, les promoteurs de l'économie sociale ont de nombreux projets et d'énormes besoins d'investissement qui ne sont pas nécessairement comblés adéquatement par les institutions financières. Atomisés et répartis dans de nombreux secteurs économiques et sur l'ensemble du territoire, les projets d'économie sociale font face à des défis d'ingénierie financière qui pourraient sans doute être en partie relevés dans le cadre d'une intermédiation avec les responsables des caisses de retraite. Certains ont aussi souligné le besoin d'accompagnement pour plusieurs entreprises d'économie sociale au-delà même du financement.

Le retour sur quelques expériences étrangères a permis un premier survol des avenues qui pourraient être inspirantes. Les projets dans le domaine de l'immobilier et de l'habitation à visées sociales ont apporté un éclairage intéressant, illustrant dans plusieurs cas qu'il s'agissait

d'une voie d'entrée assez bien balisée pour les caisses intéressées à s'engager dans le développement de projets utiles au milieu et porteurs de rendements adaptés aux besoins de financement des caisses. Les discussions ont permis d'identifier plusieurs potentiels de développement dans le domaine : maisons pour retraités selon un modèle convivial (porté par la FIQ), projets d'acquisition/construction/rénovation des CPE, projets des coopératives d'habitation capable de se donner du levier avec une équité intéressante, etc. Dans ce cas en particulier, les annonces récentes du gouvernement fédéral concernant l'octroi de subventions destinées à accélérer le remboursement des hypothèques existantes laissent poindre des possibilités à court terme.

Ces annonces ne doivent cependant pas laisser croire que les programmes de subventions directes au financement des projets seront de retour. Il est clair que des propositions doivent émerger des principaux milieux concernés pour favoriser l'adoption de politiques publiques facilitantes. Ces propositions vont gagner à être appuyées sur des projets ou du moins des potentiels déjà bien documentés. En ce sens le travail de conception et d'exploration des formules les mieux adaptées à la mise en valeur du potentiel gagnera à être lancé le plus tôt possible.

Ce travail devra inévitablement s'inscrire dans une réflexion plus large sur les enjeux reliés aux fonctions d'intermédiation qui ont été abordées lors des échanges. Plusieurs options ont été évoquées :

- a. Élaborer des produits dérivés permettant la mise en commun de projets dans des instruments financiers (il faudrait toutefois s'attendre à de profondes réticences des caisses de retraite en raison des débâcles américaines [actifs adossés] et canadiennes [papier commercial] encore fraîches à la mémoire);
- b. Envisager un fonds avec comme capital de départ certains joueurs crédibles (Fonds de solidarité, Fondation, Fiducie du Chantier, Desjardins);
- c. Mettre sur pied une fiducie globale (certains ont exprimé l'opinion que ce serait plus facile à vendre);
- d. Possibilité qu'un « gestionnaire émergent » (avec l'appui d'un gestionnaire comme Alphafixe, par exemple) propose un projet intéressant.

Toutes ces options visent à une meilleure optimisation de l'écosystème existant de la finance solidaire. On insiste pour dire qu'il faut voir grand afin de pouvoir agir à la bonne échelle et ne pas y aller à dose homéopathique. L'ensemble des acteurs est en effet convié à un effort d'innovation qui permettra à chacun de faire sa part et de trouver son compte dans un modèle de collaboration défini d'abord en fonction de la recherche des meilleures solutions de mutualisation des objectifs et des moyens de chacun.

Plusieurs intervenants ont fait remarquer qu'un certain nombre d'enjeux vont soulever des discussions et qu'il ne serait pas possible de faire l'économie de certains débats. On pense notamment à la question de la responsabilité et du rôle de l'État dans la planification et la mise en place de services publics de qualité et le rôle par rapport au rôle que peuvent jouer dans ce

contexte l'économie sociale et les caisses de retraite. On pense également à la nécessité de créer des emplois de qualité et d'offrir de bonnes conditions de travail dans le secteur de l'économie sociale, et au rôle éventuel des syndicats dans l'économie sociale. Des participants ont évoqué l'importance d'être vigilants et de se donner des paramètres communs pour éviter les dérives et aller dans le sens du bien commun : une telle approche est incontournable pour ne pas opposer rendement et retombées dans le milieu. Un participant a même suggéré de se donner une « charte des valeurs ».

Plusieurs interventions ont fait référence à la proposition d'une proportion de 2 % du portefeuille que les caisses pourraient consacrer au financement de projets structurants pour l'économie sociale et solidaire partout sur le territoire. C'est un seuil qui semble compatible avec une gestion du risque responsable et tout à fait capable de réunir les sommes requises pour lancer une grande vague de projets structurants. En effet, un tel pourcentage permettrait à lui seul des milliards d'investissements.

Il est intéressant de mentionner qu'à la fin de la journée, suite à une question du président de l'assemblée demandant à chaque participant de signifier sa volonté ou non de poursuivre la discussion et de chercher à concrétiser des options, la très vaste majorité des personnes présentes ont levé la main.

Le prochain et plus immédiat défi consiste maintenant à définir le meilleur format de travail pour que les participants de ce séminaire puissent mettre les connaissances acquises au service d'une initiative porteuse. Il a été souligné que le TIESS devra jouer son rôle de liaison et de transfert et se charger d'alimenter les acteurs afin qu'un certain nombre d'entre eux prennent le taureau par les cornes et développent des initiatives.

## Bibliographie

Ambachtsheer, Keith (1989), "Do CPI-Linked Mortgages ... have a future in Canada?" *The Ambachtsheer Letter*, 4 p.

Fédération québécoise des coopératives forestières (2012), *Plan directeur pour le développement et le financement de la filière de la biomasse forestière destinée à la production de chaleur*, Sommaire du rapport final, 4 p.

Gaudreault, Allan (2004), *Le potentiel de financement autonome des coopératives d'habitation du Québec*, étude réalisée pour la Confédération québécoise des coopératives d'habitation (CQCH), 137 p.

Gaudreault, Allan (2015), *Les caractéristiques économiques et la viabilité financière du parc des OSBL d'habitation du Québec*, rapport rédigé pour le Réseau québécois des OSBL d'habitation, 87 p.

Gouvernement du Québec, *Loi sur les régimes complémentaires de retraite*, L.R.Q., chapitre R-15.1, a. 151 à 158, disponible à :  
[http://www2.publicationsduquebec.gouv.qc.ca/dynamicSearch/telecharge.php?type=2&file=/R15\\_1/R15\\_1.html](http://www2.publicationsduquebec.gouv.qc.ca/dynamicSearch/telecharge.php?type=2&file=/R15_1/R15_1.html)

Hagerman, Lisa A., Clark, Gordon L. et Tessa Hebb (2007a), "Investment Intermediaries in Economic Development : Linking Public Pension Funds to Urban Revitalization", *Community Development Investment Review*, vol. 3(1), p. 45-65.

Hagerman, Lisa A., Clark, Gordon L. et Tessa Hebb (2007b), "Revitalizing New York City and State: The Role of Public Pension Funds", *Oxford University Centre for the Environment, Working Paper*, WP 05-13, p. 1-34.

Harji, Karim (2008), "Investing in Housing: The Public Service Alliance of Canada", *Alterna Savings Credit Union and the Ottawa Community Loan Fund*, Carleton Centre for Community Innovation: Ottawa, 4 p.

Harvey, Colette (2015), « La finance socialement responsable au Québec », dans *Financer les entreprises de l'économie sociale*, Union luxembourgeoise de l'économie sociale et solidaire (ULESS), chapitre 5, p. 75-90.

Hebb, Tessa (2005a), *California Case Study A: Private Equity CalPERS' California Initiative*, Oxford University Centre for the Environment, WP 05-15.

Hebb, Tessa (2005b), *California Case Study B: Real Estate CalPERS' California Urban Real Estate Initiative*, Oxford University Centre for the Environment, WP 05-16.

Hebb, Tessa (2007), *CalSTRS Case Study: Diversity as an Investment Framework: CalSTRS Targeted investment Strategy*, Oxford University Centre for the Environment, Working Paper. Oxford UK.

Hequet, Céline (2012), *Flux de capitaux et développement économique : Comment canaliser l'argent des caisses de retraite vers le développement régional du Québec*, FTQ – Service de l'éducation, UQAM – Service aux collectivités, 39 pages.

Laing, Crawford (1993), "An Appeal for Honest Pensions, *Benefits and Pensions Monitor*", January-February 1993. p. 14-18

Lecuyer, Jean-Michel (2015), « Le rôle des pouvoirs publics dans le financement de l'économie sociale et de l'entrepreneuriat social », dans *Financer les entreprises de l'économie sociale*, Union luxembourgeoise de l'économie sociale et solidaire (ULESS), chapitre 6, p. 91-100.

Lizée, Michel (2002), « Les Enjeux des régimes de retraite en regard de l'action des syndicats québécois : couverture, sécurité du revenu et gestion des caisses de retraite », *Revue de l'IREs*, n° 40, p. 1-33.

Lizée, Michel (2015), *Les hypothèques indexées : un programme intéressant et adapté avec une double personnalité*, Présentation au groupe de travail finance du TIESS, le 9 septembre 2015, 29 diapositives.

Strauss, Kendra, Clark, Gordon L., Hebb, Tessa et Lisa Hagerman (2004), *U.S. Public Sector Pension Funds and Urban Revitalization: An overview of policy and programs*, Working Paper, Oxford University Centre for the Environment, University of Oxford, WP 05-02, 69 p.

United Nations Environment Programme Finance Initiative [UNEP FI] (2005), *A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment* (UNEP FI, Nairobi). [commonly referred to as the Freshfields Report]  
[http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields\\_legal\\_resp\\_20051123.pdf](http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf)

United Nations Environment Programme Finance Initiative [UNEP FI] (2015), *Fiduciary Duty in the 21st Century*,  
[http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/fiduciary\\_duty\\_21st\\_century.pdf](http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/fiduciary_duty_21st_century.pdf)

Société canadienne d'hypothèque et de logement (1986). *Le programme fédéral des habitations coopératives. Les prêts hypothécaires indexés: prix abordable pour les coopératives, placement sûr pour les prêteurs*, Société canadienne d'hypothèque et de logement, 18 p.

Statistique Canada, *Tableau 280-0009, Régimes de pension agréés (RPA), adhérents et valeur marchande de l'actif, selon la juridiction de l'agrément du régime, le secteur, le genre de régime et l'état contributif du régime, annuel, CANSIM (base de données)*.

Van Dyk, Nick (1995), "Financing social housing in Canada". *Housing Policy Debate*, vol. 6, issue 4. p. 815-848.