

Investisseurs institutionnels publics, socialisation de l'investissement et emploi : les apports d'une analyse comparée France - Québec

Frédéric Hanin and Lilia Rekik

Volume 6, Number 1, 2011

France-Québec

URI: <https://id.erudit.org/iderudit/1000451ar>

DOI: <https://doi.org/10.7202/1000451ar>

[See table of contents](#)

Publisher(s)

Centre d'étude et de recherche sur l'emploi, le syndicalisme et le travail

ISSN

1918-9354 (digital)

[Explore this journal](#)

Cite this article

Hanin, F. & Rekik, L. (2011). Investisseurs institutionnels publics, socialisation de l'investissement et emploi : les apports d'une analyse comparée France - Québec. *Revue multidisciplinaire sur l'emploi, le syndicalisme et le travail*, 6(1), 100-124. <https://doi.org/10.7202/1000451ar>

Article abstract

Cette recherche est basée sur une étude comparative de deux investisseurs institutionnels publics en France (la Caisse des dépôts et consignations) et au Québec (la Caisse de dépôt et placement). Elle vise à dégager les dispositifs collectifs mis en oeuvre par ces acteurs pour remplir leur mandat de développement de l'emploi et des industries. La mise en évidence de l'architecture de gestion de ces investisseurs institutionnels publics permet dans un second temps de questionner l'évolution de leur identité. Les deux cas étudiés en France et au Québec illustrent deux trajectoires possibles de la financiarisation : une trajectoire de financiarisation par le retrait de l'État pour assurer la prédominance de l'objectif de rendement financier sur le développement économique et une trajectoire de financiarisation par l'ingérence de l'État dans la structure institutionnelle pour contourner les missions d'intérêt général.

Investisseur institutionnels publics, socialisation de l'investissement et emploi : les apports d'une analyse comparée France - Québec

Frédéric HANIN,
Département des relations industrielles
Université Laval,
Québec, Canada

Lilia REKIK,
TÉLUQ-UQAM
Québec, Canada,

SOMMAIRE

Cette recherche est basée sur une étude comparative de deux investisseurs institutionnels publics en France (la Caisse des dépôts et consignations) et au Québec (la Caisse de dépôt et placement). Elle vise à dégager les dispositifs collectifs mis en œuvre par ces acteurs pour remplir leur mandat de développement de l'emploi et des industries. La mise en évidence de l'architecture de gestion de ces investisseurs institutionnels publics permet dans un second temps de questionner l'évolution de leur identité. Les deux cas étudiés en France et au Québec illustrent deux trajectoires possibles de la financiarisation : une trajectoire de financiarisation par le retrait de l'État pour assurer la prédominance de l'objectif de rendement financier sur le développement économique et une trajectoire de financiarisation par l'ingérence de l'État dans la structure institutionnelle pour contourner les missions d'intérêt général.

Mots-clés: investisseurs institutionnels, gouvernance, travail et emploi, comparaisons institutionnelles, économie politique

INTRODUCTION

Une thématique de recherche : la croissance des investisseurs institutionnels et la socialisation de l'investissement pour l'emploi

Une des transformations marquantes du secteur financier, qui s'est mis en place dans les années quatre-vingt dix, a été la place croissante des investisseurs institutionnels parmi les gestionnaires d'actifs financiers (Davis et Steil, 2001 ; Plihon, 2002 ; Amable et al., 2005). Pour les pays de l'OCDE, la croissance des actifs gérés par ces acteurs financiers depuis 1995 a été de 6,6 % par année en moyenne et atteint 40,3 trillions de dollars en 2005. Au Canada, le montant des actifs gérés par les investisseurs institutionnels a été multiplié par deux pendant cette période et par près de trois dans le cas de la France (Gonnard et al., 2008).

La croissance des investisseurs institutionnels dans le capitalisme a été interprétée en termes de socialisation de l'investissement¹. Par exemple, Aglietta (1998) interprète cette transformation du secteur financier comme la manifestation d'un nouveau capitalisme patrimonial fondé sur la gestion de la dette « sociale » (retraite, sécurité sociale, assurances collectives, etc.). Morin (1998, p. 7-8) propose le développement d'investisseurs institutionnels pour gérer l'épargne de long terme (...) sur la base d'un nouveau contrat social entre les partenaires sociaux. Hawley et Williams (2000) développent le concept d'investisseur universel pour rendre compte de la responsabilité sociale des investisseurs institutionnels dans la prise en compte des externalités sociales des investissements. Dans cette perspective, la socialisation de l'investissement se veut une réponse à la financiarisation du capitalisme avancé (Froud et al., 2006) à travers une réponse à deux enjeux : celui de la privatisation de la gestion des actifs qui conduit à privilégier les innovations financières au détriment des activités industrielles ; celui du contrôle de la gestion des fonds par les acteurs financiers au détriment des autres parties prenantes comme les pouvoirs publics ou les acteurs sociaux.

La socialisation de l'investissement pose la question de la régulation des investisseurs institutionnels qui gèrent des fonds publics au bénéfice du monde du travail : cotisants actifs, retraités, acteurs sociaux patronaux, syndicaux, ou entités administratives du secteur public. Dans le cadre de cette recherche sur les investisseurs institutionnels publics, la notion d'emploi englobe aussi bien la sauvegarde des emplois, le développement de nouvelles activités ou de nouveaux secteurs qui auront un impact positif sur l'emploi futur, mais également des décisions qui visent à améliorer la santé financière des programmes sociaux (assurances collectives, régimes de retraite, fonds publics) dont vont bénéficier par

¹L'idée de socialisation de l'investissement remonte au moins aux écrits de Keynes (1936, p. 372-383, repris dans Keynes, 1971-1989) dans lesquels il s'oppose à l'économie de rentiers dans laquelle une prime (par un rendement supérieur au taux d'intérêt de la banque centrale) est accordée pour la rareté du capital. Cependant, ce sont les rentiers eux-mêmes qui créent la rareté du capital par la préférence pour la liquidité. Pour Keynes, la socialisation de l'investissement doit servir à lutter contre le chômage et les inégalités de revenus trop importantes qui sont générées de manière endogène par les politiques du libéralisme classique.

la suite les acteurs sociaux du monde du travail soit par l'amélioration des prestations, soit par la baisse des cotisations, soit par l'amélioration de l'environnement social local.

QUESTIONS ET MÉTHODOLOGIE DE RECHERCHE

Deux questions de recherche sont abordées dans ce texte :

1. Comment construire une grille d'analyse des liens entre l'activité financière et l'activité économique pour identifier les enjeux pour l'emploi des activités des investisseurs institutionnels ?

Notre travail a ceci de particulier qu'il retient comme unité d'analyse des pratiques du secteur financier public plutôt que les pratiques du secteur privé. Le secteur public financier est abordé ici en tant qu'« incubateur » des politiques publiques.

2. Comment la financiarisation de la gestion des fonds dans le secteur financier a-t-elle touchée la régulation des investisseurs institutionnels publics et leur mission de contribution au développement économique local à l'emploi dans le contexte de la crise financière de 2007-2008 ?

La méthodologie repose sur une approche institutionnelle comparée. Compte tenu de l'objectif de comparer les investisseurs institutionnels au Québec, nous avons choisi de faire porter l'analyse sur deux organisations semblables, la Caisse de Dépôt et Placement (CDP) au Québec et la Caisse des Dépôts et consignations (CDC) en France. Ce sont les acteurs financiers publics les plus importants dans chacune des deux zones géographiques. La seconde, qui est beaucoup plus ancienne, a servi de "modèle" pour la création de la première (Duchesne, 2001). Il est donc intéressant de pouvoir les comparer dans des cadres institutionnels différents de manière à faire ressortir les stratégies de gestion des actifs dans un environnement financier différent en Europe et aux États-Unis mais qui a connu un même mouvement de financiarisation. C'est à travers les différences institutionnelles entre les deux pays que l'on peut caractériser les innovations et les sources de fragilité des acteurs collectifs en tenant compte de leur « encastrement » politique et social. Les deux cas de la CDP et de la CDC constituent ainsi un cas « critique » au sens où il permet de mettre en lumière les enjeux de la régulation des investisseurs institutionnels qui gèrent des fonds destinés à financer des programmes publics (Flyvberg, 2004).

Le processus d'analyse a été mené en deux phases. Une première phase a consisté à construire un cadre analytique des liens entre la finance et l'emploi à travers la notion de dispositif (section I). À partir de documents décrivant l'historique des activités, nous avons identifié les dispositifs collectifs mis en œuvre par des organisations dont la taille même interdit une approche analytique de décomposition en activités de base ou encore une approche hypothético-déductive dans la mesure où les investisseurs institutionnels modifient leur environnement par leurs actions. Au terme de cette première phase, il est ainsi possible de construire un "répertoire" des différents dispositifs utilisés par les investisseurs institutionnels publics (section II). Cette première phase est complétée par une seconde dans laquelle, la financiarisation vient questionner le cadre de la régulation des investisseurs institutionnels publics et permet d'interpréter l'évolution de ces investisseurs institutionnels dans le contexte de la crise financière de 2007-2008. Cette méthodologie de

recherche permet ainsi de proposer une analyse comparée France-Québec qui soit basée, non pas sur l'enchaînement des faits "bruts" qui ont toujours une forte dimension idiosyncratique, mais plutôt sur des trajectoires institutionnelles qui ont une forte composante de choix politiques.

LE CADRE ANALYTIQUE DES LIENS ENTRE LA FINANCE ET L'EMPLOI POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS PUBLICS

La caisse des dépôts et consignations en France (CDC) et la Caisse de Dépôt et Placement du Québec (CDP) sont deux institutions de gestion de la "dette sociale" (Aglietta, 1998). Pour analyser le lien entre les décisions financières et le monde du travail, nous nous sommes servis du concept de dispositif que l'on retrouve dans la littérature à propos des travaux de Michel Foucault sur la gouvernementalité (Agamben, 2007). Ainsi, pour identifier la nature des liens entre la finance et l'emploi, deux types de dispositifs collectifs sont distingués ici : les dispositifs de gouvernance et les dispositifs de gestion des actifs. Les dispositifs de gouvernance diffèrent du secteur privé car le concept d'actionnaire n'est pas pertinent ici. Sur le plan des dispositifs de gestion, il s'agit de montrer que les investisseurs institutionnels publics diffèrent de ceux du secteur privé par la prise en compte de facteurs industriels au sein des dispositifs de gestion que l'on retrouve habituellement dans le secteur privé de la gestion d'actifs (Boulier, 2002).

Le cadre d'analyse : le concept de dispositif

Plusieurs études ont mis en évidence les liens entre les investisseurs institutionnels et l'emploi. Goyer (2006) met en évidence les complémentarités entre le type d'investisseurs institutionnels américains (caisses de retraites versus fonds mutuels) et la gouvernance des entreprises (partagée versus unilatérale). Les investisseurs patients ont une préférence pour la gouvernance partagée alors que les investisseurs institutionnels qui recherchent du rendement à court terme ont une préférence pour la gouvernance unilatérale. Fligstein et Shin (2007) montrent que les firmes à gouvernance actionnariale pratiquent plus souvent la réduction d'effectifs et les pratiques de contournement des syndicats de travailleurs. Cet effet est encore accentué par la préférences des investisseurs institutionnels pour les secteurs à faibles investissements en capital fixe (Morin et Rigamonti, 2002). Clark et Hebb (2004) établissent le développement des investisseurs institutionnels à travers cinq stades du capitalisme. Chaque stade de développement correspond à une forme différente de gouvernance de l'entreprise. Les investisseurs institutionnels ont alors un impact sur l'emploi à travers la promotion de « standards » (du BIT ou des Nations-Unis par exemple). Perraudin et al. (2008) mettent en évidence une plus forte segmentation l'emploi dans les entreprises qui sont cotées en bourse ainsi qu'une plus grande flexibilisation de la rémunération des employés. Jacoby (2009) établit un lien entre le développement de la finance et la croissance des inégalités de revenus des salariés et analyse le contexte dans lequel les syndicats américains sont intervenus dans la gouvernance des régimes de retraite.

Dans la littérature sur la régulation des investisseurs institutionnels, on retrouve trois formes de régulation de la finance au service de l'emploi. La première approche se caractérise par la mise en place d'une combinaison de règles juridiques et morales pour encadrer les pratiques des organismes de placements collectifs. Ces règles sont regroupées

sous le vocable de « règles de l'homme prudent » (*prudent man rules*). Cette forme de régulation est intimement liée au développement des sociétés en fiducie dans lesquelles la gestion d'un actif est confiée par le propriétaire à un gestionnaire (Montagne, 2006). Cette relation est cependant différente d'un dépôt dans la mesure où le gestionnaire a une obligation de moyens mais pas de résultats.

La seconde approche consiste à mettre en place un certain nombre de contraintes quantitatives pour éviter que tous les fonds ne se concentrent sur un éventail restreint de placements. On trouve des contraintes quantitatives dans la gestion des fonds de pension dans l'ensemble des pays occidentaux, et plus particulièrement en Europe (Davies, 2003). Les contraintes quantitatives visent à limiter les conséquences du mimétisme (la volatilité du prix des actifs), l'endettement des investisseurs (qui veulent bénéficier d'un fort effet de levier), et favoriser l'investissement dans des activités industrielles qui seront bénéfiques à la croissance économique régionale².

Une troisième approche consiste à assurer la responsabilité sociale des investisseurs institutionnels. Cette responsabilité consiste notamment à insérer des critères sociaux au sein des mécanismes de décision des gestionnaires d'actifs. Les Nations-Unies ont ainsi favorisé la signature d'une charte avec les principaux investisseurs institutionnels publics pour mettre en œuvre les principes de l'investissement responsable. Les critères retenus concernent l'environnement, le travail et la gouvernance des entreprises (UNEPFI, 2007).

Pour analyser les liens entre la finance et l'emploi, nous avons choisi un cadre d'analyse basé sur le concept de dispositif, tel que l'on le retrouve dans les travaux de Michel Foucault sur la société de sécurité (Foucault, 2004). Il s'agit alors pour lui de décrire une méthode de gestion des phénomènes sociaux (le vol par exemple) qui ne s'apparente ni à un mécanisme légal, ni à un mécanisme disciplinaire. La définition qu'il en propose est la suivante :

par dispositif, j'entends une sorte - disons - de formation qui, à un moment donné, a eu pour fonction majeure de répondre à une urgence. Le dispositif a donc une fonction stratégique dominante (...), ce qui suppose qu'il s'agit là d'une certaine manipulation de rapports de force, d'une intervention rationnelle et concertée dans ces rapports de force, soit pour le développer dans telle direction, soit pour les bloquer, ou pour les stabiliser, les utiliser. Le dispositif, donc, est toujours inscrit dans un jeu de pouvoir, mais toujours lié aussi à une ou à des bornes de savoir, qui en naissent, mais, tout autant, le conditionnent. (Foucault, cité dans Agamben, 2007, p. 9-10).

Pour Agamben, le concept de dispositif chez Foucault aurait été repris des travaux sur Hegel par Jean Hyppolite (un professeur de Michel Foucault). Le terme de dispositif renvoie ainsi à la distinction entre le naturel et le positif. Ce dernier inclut "l'ensemble des croyances, des règles et des rites qui se trouvent imposés de l'extérieur aux individus dans une société donnée à un moment donné de son histoire " (Agamben, 2007, p. 13).

² Un défaut de cette approche est que lorsque les contraintes ne sont pas « saturées », l'activité des gestionnaires est totalement libre. De plus, près des bornes des contraintes, les gestionnaires sont incités à mettre en place des innovations financières qui permettent de se soustraire aux contraintes quantitatives imposées par les pouvoirs publics.

Au plan étymologique, le dispositif comprend trois dimensions : une dimension de décision par opposition aux motifs ; une dimension de position dans une mécanique plutôt qu'un élément isolé ; une dimension de planification plutôt qu'une simple réaction instinctive. Le dispositif est alors le moyen par lequel les idées, les lois, les politiques sont mises en œuvre par les organisations pour faire respecter des principes plus généraux. C'est en ce sens que les dispositifs s'inscrivent dans une relation de pouvoir. On retrouve la notion de dispositif dans les travaux récents sur les conventions développées par l'État dans la construction et la mise en œuvre des politiques publiques³.

Le concept de dispositif permet d'étudier les liens entre la sphère financière et la sphère industrielle de l'emploi dans le cas des investisseurs institutionnels publics. Le dispositif est alors une règle, une pratique collective, ou encore un mode de gestion des actifs financiers dans lequel l'investisseur institutionnel doit articuler deux domaines de l'économie qui ne vont pas naturellement ensemble. En effet, la rentabilité financière des investisseurs publics peut provenir de trois sources : une augmentation des fonds confiés par les déposants, une augmentation de la part de la valeur ajoutée versée par les organisations financées, une augmentation de la valeur marchande des actifs. Le caractère public de l'investisseur institutionnel renvoie à la mise en œuvre de politiques publiques déterminées à l'extérieur de l'institution par les autorités publiques. Les dispositifs peuvent être présents au niveau de la gouvernance de l'institution lorsque les acteurs politiques et sociaux vont contrôler les activités de l'institution. Les dispositifs peuvent être également présents au niveau de la gestion des fonds, des investissements réalisés par l'investisseur institutionnel.

Le concept de dispositif est donc particulièrement adapté pour analyser les pratiques des investisseurs institutionnels publics qui ont une taille suffisante pour influencer les pratiques d'autres acteurs économiques, qui sont financés par des transferts publics ou sociaux, et qui vont participer à la mise en œuvre de politiques publiques plutôt que répondre à des intérêts particuliers.

Les dispositifs de gouvernance des investisseurs institutionnels publics

Les investisseurs institutionnels publics que sont la CDP et la CDC ont une culture organisationnelle très forte qui tient au contexte d'émergence de ces institutions et aux diverses activités qu'elles ont été amenées à développer. Cette prégnance du contexte historique sert de base à la construction de la légitimité politique de ces organisations "hybrides" qui participent à la fois au développement des formes de financement et au développement de l'activité économique et de l'emploi. L'analyse de la gouvernance nécessite donc d'explicitier la construction historique des dispositifs collectifs qui servent à concilier le rendement des fonds et le développement des politiques publiques qui auront un impact positif sur l'emploi.

³ La notion de convention est entendue ici au sens que lui donne par exemple Salais (2007) : « Elle introduit progressivement le marché et les institutions comme des *dispositifs*, ou plutôt comme des pratiques collectives qui donnent accès à des ressources, stabilisent les anticipations et règlent les conflits. » (Salais, 2007, p. 3, italiques ajoutées)

Le tableau 1 présente les caractéristiques de la gouvernance des deux investisseurs institutionnels.

Tableau 1
Les dispositifs de gouvernance

	CDP	CDC
Mission	Double mandat	Intérêt général
Statut	Société d'État	Groupe public
Légitimité	Croissance de l'actif sous gestion	Répartition du revenu net
Instances de contrôle	Conseil d'administration et Commission Administrative des Régimes de Retraites de l'Administration (CARRA).	Commission de surveillance
Forme organisationnelle	Véhicules de placement	Établissement public et filiales stratégiques
Stratégie de développement	Les métiers de la finance	Liens avec les politiques publiques

La culture d'entreprise de la CDP comme gestionnaire d'actifs est particulière dans la mesure où l'histoire de l'institution se déploie à la frontière de plusieurs logiques : la logique publique, la logique industrielle et la logique financière.

Une première dimension concerne les liens avec les pouvoirs publics. Les relations entre la CDP et ses déposants est probablement unique parmi les gestionnaires d'actifs⁴. Les déposants n'ont pas le choix de leur gestionnaire, la Caisse de dépôt recevant automatiquement les fonds d'un organisme public sur décision gouvernementale. Le gouvernement provincial de l'époque voulait constituer une institution qui soit à la fois une banque centrale qui puisse gérer le marché de la dette publique et une banque d'investissement qui puisse financer le développement de la province. À la relation entre les déposants et la Caisse, s'ajoute celle entre la Caisse et le gouvernement qui a une influence sur les décisions de la Caisse à travers la nomination des représentants au conseil d'administration et à travers la nomination du président de la CDP. Le Premier ministre de l'époque précisait que « l'un des principes qu'il faut établir est celui de la coordination des

⁴ Cette nature hybride peut provoquer des conflits d'intérêts dans le cas où la politique des pouvoirs publics irait à l'encontre des objectifs des déposants. Dans les années 1980, La CDP possède ainsi un comité de gestion des fonds des déposants qui se réunit chaque mois (Pelletier, 1989, p. 248). De plus, certains comités de retraite, comme celui de l'industrie de la construction ou le RREGOP pour les employés syndiqués, incluent dans leur politique de placement des clauses pour favoriser le développement de l'emploi et de l'activité économique au Québec (Pelletier et Normand, 1994, p. 13). La CARRA (Commission Administrative des Régimes de Retraite et d'Assurances) est l'instance d'administration des régimes de retraite du secteur public. À ce titre, elle est le principal déposant à la CDP (CARRA, 2008).

opérations de la Caisse et de la politique générale de l'État » (Lesage, 1965, cité dans Pelletier, 1988 : 294). Elle a aussi des liens avec les acteurs sociaux à travers la composition du conseil d'administration⁵.

Une seconde dimension concerne le développement économique du Québec. L'originalité de la Caisse de Dépôt et Placement (CDP) du Québec dans le paysage financier nord américain provient en grande partie du double mandat qui lui a été assigné lors de sa création en 1965 : assurer la stabilité de la valeur des dépôts et soutenir le développement économique du Québec⁶. La loi constitutive de la Caisse votée en 1965 précisait que l'institution « doit tenir compte des besoins de financement du secteur public et du développement économique québécois » (article 36.2, cité dans Rouzier, 2008, p. 127). Le premier rapport annuel de la CDP mentionne que : « Scrutant plus avant les origines de la Caisse, on découvre l'intention manifeste du législateur de lui accorder un rôle dans le financement du développement économique du Québec. Cet objectif demeure bien en évidence dans la formulation de la politique spécifique de placement » (CDP, rapport annuel, 1966, p. 5). Pour gérer la dimension du contrôle du capital, la CDP met en place en 1979, un comité d'autorisation des ventes d'actions (Pelletier, 1989, p. 152).

La troisième dimension concerne le volet financier à travers la politique de placement. La loi stipule que : « Dans les placements visés aux articles 27 à 32 [relatifs à la détention de titres émis par une personne morale], la Caisse doit agir, compte tenu de l'ensemble de l'actif, comme le ferait en pareilles circonstances une personne prudente et raisonnable » (article 31.1, Loi sur la CDP, 2010). La principale contrainte stipulait que la part des actions et des fonds indexés dans le portefeuille de la Caisse ne devait pas dépasser 70 pour cent de l'actif (article 32, loi sur la CDP, 1998). De plus, la Caisse ne pouvait détenir plus de 30 pour cent des actions d'une même personne morale sauf dans les secteurs de l'immobilier, des ressources naturelles, du capital de risque, de la titrisation d'actifs et des services financiers (article 32, Loi sur la CDP, 2007).

La CDC se présente comme un groupe (*holding*) public. En effet, « La Caisse des dépôts et consignations et ses filiales constituent un groupe public au service de l'intérêt général et du développement économique du pays. Ce groupe remplit des missions d'intérêt général en appui des politiques publiques conduites par l'État et les collectivités locales et

⁵ Le conseil d'administration de la Caisse visait à réunir des acteurs collectifs de la société québécoise qui étaient impliqués dans le développement économique de la province : « En somme le conseil d'administration servira de lieu de rencontre à des points de vue très différents mais qui sont tous essentiels. (...) De cette façon, le conseil d'administration devrait refléter les tendances les plus essentielles de l'économie du Québec ». (Lesage, 1965, cité dans Pelletier, 1988 : 295)

⁶ Lors du discours présentant le projet de loi de la Caisse en 1965, Jean Lesage, alors Premier ministre du Québec, fixe la mission de cette nouvelle institution. La Caisse doit « protéger les sommes accumulées contre l'érosion de la hausse des prix », ce qui se traduit par la possibilité d'investir dans la détention de titres à rendement variable, et doit utiliser l'épargne destinée à financer les retraites dans un but économique et social.

« Des fonds aussi considérables doivent être canalisés dans le sens du développement accéléré des secteurs publics et privés, de façon à ce que les objectifs économiques et sociaux du Québec puissent être atteints rapidement et avec la plus grande efficacité possible. En somme, la Caisse ne doit pas seulement être envisagée comme un fonds de placement au même titre que tous les autres, mais comme un instrument de croissance, un levier plus puissant que tous ceux qu'on a eus dans cette province jusqu'à maintenant ». (Lesage, 1965, cité dans Pelletier, 1988, p.292).

peut exercer des activités concurrentielles. » (Article L. 518-1 du code monétaire et financier, cité dans CDC, 2008b).

La gouvernance de la CDC est assurée principalement à travers quatre dispositifs collectifs : le statut juridique de groupe public, la commission de surveillance de l'autorité législative créée en 1816, la répartition des dividendes, et la séparation entre l'établissement public et les filiales.

Le statut de groupe public n'a pas de fondements juridiques clairement établi. Il résulte de modifications législatives successives depuis le début des années 2000 (Boudet, 2006). Ce statut particulier est le produit de logiques contradictoires. La CDC appartient clairement au secteur public mais réalise des activités qui ne sont pas des services publics proprement dits, notamment parce que le concept de « service public du crédit » n'a pas de statut constitutionnel qui légitime son inclusion dans la politique de l'État. La CDC est un groupe (avec des filiales) au sens statistique du terme mais elle n'a pas le statut de société car elle ne possède pas de capital mais des réserves. Le statut de groupe public est donc un compromis entre une logique financière de contrôle du capital et une logique de service public.

La commission de surveillance a notamment pour mission de contrôler la gestion des fonds d'épargne, de proposer au gouvernement les réformes qu'elle juge utiles concernant l'évolution de la CDC, d'approuver le rapport annuel présenté au Parlement et de fixer l'encours annuel maximal du programme d'émission de titres de créance de la CDC (CDC 2008a, p. 63). La commission est composée de parlementaires, de fonctionnaires, de représentants du gouvernement et de la banque centrale, ainsi que d'un représentant de la Chambre de Commerce et d'Industrie de Paris. Au départ, la commission avait été créée pour assurer la crédibilité de l'institution auprès du public des épargnants. Le poids important de l'administration publique au sein de la commission vient du fait que la CDC est impliquée dans la mise en œuvre de nombreuses politiques publiques.

La répartition des dividendes est un autre mécanisme de gouvernance car il assure la redistribution des revenus au sein de l'institution. En effet, chaque année, les revenus du groupe sont répartis selon la règle suivante : un tiers pour l'État, un tiers pour les investissements d'intérêt général et un tiers pour les fonds propres. Ainsi, la répartition des surplus est déterminée à l'avance. Par exemple, la CDC a apporté à l'État une contribution globale de 879 millions d'euros en 2007. L'établissement public représente 63 % du résultat net. La séparation entre l'établissement public et les filiales peut servir à distinguer les activités qui relèvent de l'intérêt général et les activités "concurrentielles". Pourtant, on remarque que les activités concurrentielles concernent les mêmes "industries" que les activités de l'établissement public et qu'elles sont souvent complémentaires. La gouvernance de la CDC est ainsi marquée par l'identité de groupe (*holding*) et une structure institutionnelle intégrée au secteur public.

Pour les investisseurs institutionnels publics, la question de la gouvernance se pose dans des termes différents de celle du secteur privé dès lors que la légitimité de ces institutions est basée sur la réalisation de services à la collectivité. À la différence des principes de la gouvernance des entreprises du secteur privé, il ne peut exister de séparation entre la gestion et la propriété du capital, les profits ne constituent pas la rémunération d'un

risque individuel proportionnel au capital investi, et l'identité collective n'est pas associée aux produits et services vendus mais plutôt à la légitimité politique de l'institution.

Les dispositifs de gestion des actifs des investisseurs institutionnels publics

Les dispositifs de gestion des actifs servent à investir les actifs détenus par l'investisseur institutionnel conformément à sa mission et à sa politique de placement définie par les différentes instances de gouvernance. Ces dispositifs prennent ici un caractère social dans la mesure où ils vont avoir un impact significatif sur l'environnement économique et financier. On distinguera ici cinq domaines d'action des investisseurs institutionnels publics : les finances publiques, le développement des industries au niveau mésoéconomique, la propriété des entreprises et des groupes industriels, le développement régional et territorial, et l'immobilier.

Le tableau 2 présente les différents dispositifs de gestion utilisés par les investisseurs institutionnels publics au Québec et en France.

Tableau 2
Les dispositifs de gestion des actifs

	CDP	CDC
Les finances publiques	Teneur de marché et réduction du « spread » avec les autres provinces. Favoriser l'émission de titres à long terme.	Banque et gestion des fonds du secteur public (retraites, notaires, logement social, collectivités locales).
Les industries	Développement de secteurs clés (finance, télécommunications, forêt).	Développement du tissu industriel et des pôles de compétitivité (chemin de fer, entreprises du CAC 40, nouvelles technologies).
Le contrôle de la propriété des entreprises.	Réseau de contrôle pour stabiliser la propriété en développant une classe d'affaire « nationale ». Participation aux conseils d'administration des entreprises en vertu d'un mandat spécial défini par la Caisse	Construction de noyaux durs de contrôle par des participations croisées. Participations "stratégiques" (assurances, centres de loisirs).
Le territoire	Favoriser les relations de proximité entre les acteurs par des clauses « sociales » lors des fusions et acquisitions.	Soutien aux collectivités locales et services pour le développement du territoire. Transports collectifs. Construction de réseaux de communication.
L'immobilier	Propriété de terrains, construction de centres commerciaux, aménagement urbain, développement de quartiers.	Financement du logement, de sites de loisirs et construction d'un parc immobilier

Dans le domaine des finances publiques, la CDP a trouvé une légitimité comme réponse gouvernementale au syndicat financier de courtiers qui contrôlait la diffusion des titres émis par la province (Duchesne, 2001). Au départ, l'objectif était de créer un circuit financier public qui permettrait d'utiliser l'épargne publique du système de retraite et des fonds du gouvernement pour financer les investissements du gouvernement et d'Hydro-Québec, une entreprise publique d'énergie⁷. La CDP a une influence sur l'émission des obligations car elle permet de réduire le différentiel de taux d'intérêt avec les autres gouvernements provinciaux, mais aussi sur le type de titres émis car elle peut acheter des titres de très long terme. Cette fonction de "teneur de marché" des obligations du gouvernement du Québec est complétée à la même époque par le placement privé de titres gouvernementaux et des sociétés d'État (Pelletier, 1989, p. 59-65). Lors des différentes "crises" politiques que le Québec a connues, la CDP a accru ses liquidités pour faire face à des ventes massives de titres et ainsi éviter la formation de coalitions sur le marché financier.

Au niveau mésoéconomique du développement des industries, l'impact de la CDP est encore mal connu parce que cela demande d'interroger un ensemble d'acteurs qu'il est difficile de déterminer *a priori*. Cependant, la CDP a été impliquée directement dans le développement de plusieurs industries au Québec à partir du début des années 1970. Elle a financé le développement du commerce de détail, celui des télécommunications, ou encore l'industrie de la gestion d'actifs. Dans tous ces cas, il s'agissait d'activités de réseaux qui avaient un impact important sur les infrastructures économiques de l'ensemble de la population. Deux types de dispositifs ont été utilisés : le capital de risque et l'entrée au capital de sociétés existantes qui désiraient acquérir des installations existantes⁸. La présence d'un investisseur institutionnel public qui investit à long terme dans un secteur dans son ensemble peut créer un effet d'hystéresis, comme dans le cas du capital de risque par exemple⁹.

Dans le domaine du contrôle de la propriété, la CDP a été particulièrement active dans la constitution de groupes industriels par des fusions et acquisitions d'entreprises en vue de favoriser la souveraineté économique par des dispositifs de contrôle de la propriété du capital. Plusieurs dispositifs ont été utilisés pour mettre en oeuvre cette stratégie. En premier lieu, la CDP a développé l'échange d'actions. Par exemple, en 1977, la compagnie Provigo est en mesure d'acheter l'entreprise M. Loeb Ltd suite à la cession des parts de la CDP dans la seconde à la première (Pelletier, 1989, p. 146). La constitution des groupes

⁷ Par exemple, en novembre 1967, la CDP est le plus gros acheteur de titres gouvernementaux pour faciliter l'émission d'obligations gouvernementales dans un climat politique difficile de naissance du mouvement souverainiste au Québec (Pelletier, 1989).

⁸ En 1971, la CDP achète 60 à 70 % des actions d'une entreprise appelée National Cablevision (Pelletier, 1989, p. 94). L'implication de la CDP dans cette industrie s'est poursuivie depuis ce temps, en favorisant notamment dans les années 2000 la fusion entre cette entreprise devenue Vidéotron et l'entreprise Québecor qui possédait des médias au Québec (Pelletier, 2002, p. 271-285).

⁹ La CDP envisage en 1972 de créer une société de capital de risque pour investir dans les PME au Québec. Elle prend déjà des participations dans des entreprises québécoises non cotées. De la société de capital de risque que l'on connaît aujourd'hui, la CDP développe l'approche de conseil aux entreprises en matière de financement et de développement (Pelletier, 1989, p. 98). En 1980, elle participe au capital de la société d'investissement Desjardins, à la création d'une société de capital de risque, Novacap, avec une autre société d'État et une banque (Pelletier, 1989, p. 175).

industriels de contrôle du capital est réalisée également à travers l'achat d'obligations convertibles en action. En effet, la loi sur la CDP comporte une clause d'absence de contrôle majoritaire de la propriété des entreprises¹⁰. L'institution doit donc développer des formes indirectes de contrôle. En cas de prise de contrôle majoritaire, la CDP se charge par la suite de constituer un réseau de contrôle du capital avec la participation d'autres sociétés d'État par exemple. Une autre formule, utilisée dans la prise de contrôle de l'entreprise Noranda en 1981, réside dans la constitution d'un holding financier qui prend le contrôle majoritaire de la propriété de la société (Pelletier, 1989, p. 187). Dans le cas d'une participation minoritaire dans des entreprises "stratégiques" pour l'emploi ou la stabilité de la propriété, la Caisse développe à partir de 1980 une politique de participation au conseil d'administration avec un mandat spécifique déterminé par l'institution. Une autre forme de contrôle réside dans l'insertion de clauses particulières lors de la cession de titres. Par exemple, lors de la vente du groupe Provigo à Loblaws en 1998, la CDP obtient une garantie d'approvisionnement local des magasins pour une période de 7 ans (Pelletier, 2002, p. 259). Les outils du contrôle de la propriété des groupes industriels permettent ainsi à un investisseur institutionnel public d'influencer la politique d'ensemble de la gestion des entreprises à travers la détention directe ou indirecte du capital.

Dans le domaine du territoire, plusieurs actions de la CDP ont eu des impacts importants sur la gestion de l'espace au Québec. Depuis sa création, la CDP est intervenue dans le domaine immobilier. Au départ, elle réalise une activité de prêts hypothécaires garantis par la Société Canadienne d'Hypothèques et de Logement. L'action de la CDP vise à favoriser l'accès au logement et à stimuler l'industrie de la construction¹¹. Par la suite, l'institution québécoise reçoit aussi des titres en nantissement. À partir de 1972, la CDP va construire un important portefeuille de titres hypothécaires liés à des complexes immobiliers ou à des centres commerciaux (Pelletier, 1989, p. 99). Elle acquiert aussi des terrains qu'elle fait construire et loue ensuite au gouvernement du Québec par exemple (Pelletier, 1989, p. 175). Elle devient ainsi le premier propriétaire immobilier à Montréal et peut participer à la réalisation du Quartier international ou de la cité du Multimédia qui regroupe des entreprises du secteur des NTIC. La CDP regroupe ses activités immobilières au Québec à travers deux sociétés (Ivanhoé et SITQ) dans lesquelles investissent des caisses de retraite et des associations, de manière à mutualiser la gestion des placements dans le domaine au Québec. L'action de la CDP peut s'analyser à deux niveaux. Au niveau urbain, elle favorise la construction de centres d'affaires dans des quartiers en reconversion. Au niveau régional, elle a un impact sur l'urbanisme à travers la diffusion des centres commerciaux qui deviennent le cœur des activités commerciales et sociales à la périphérie des villes du Québec. Ce sont là les deux des principales transformations de l'aménagement de l'espace économique dans lesquelles l'investisseur institutionnel public se trouve impliqué.

Les activités actuelles de la Caisse des dépôts et consignations (CDC) se sont développées à partir de différentes strates institutionnelles qui s'échelonnent sur un siècle et demi (Priouret, 1966). La première strate est celle des finances publiques. Au XVIIIe

¹⁰ Il existe plusieurs cas dans lesquels cette règle ne s'applique pas (Loi sur la CDP, 2010, article 37.1).

¹¹ « En règle générale, dans toutes ses opérations touchant le secteur immobilier, la Caisse favorise les placements affectés à de nouvelles constructions en vue de remédier, dans la mesure de ses moyens, à la rareté relative de logements tout en stimulant l'industrie de la construction. » (CDP, rapport annuel 1968, p. 10).

siècle, la création de la CDC résulte d'une réflexion sur le "modèle" anglais de la caisse d'amortissement (*Sinking Fund*) de la dette publique qui sert à développer la dette publique en achetant sa propre dette pour améliorer la confiance des investisseurs dans les titres publics. De cette façon, L'État peut développer le secteur public sans être soumis à l'évaluation des conglomérats financiers privés qui finançaient alors les déficits publics par des crédits à court terme. Au début du XIXe siècle, Bonaparte se sert de la Caisse d'amortissement pour stabiliser le marché des rentes, "baromètre de la confiance" (Priouret, 1966, p. 17). Au fil du temps, la CDC va devenir la banque des services publics et de l'épargne publique à travers les caisses d'épargne (créée en 1818) qui offrent aujourd'hui le livret A.

La seconde strate est celle de la banque d'investissement. À partir des fonds accumulés, la CDC est en mesure d'apporter un financement à des industries nouvelles. Bonaparte, préférant l'industrie au commerce, charge la caisse d'amortissement de financer les manufactures en période de crise financière. Cette première initiative sera cependant largement inefficace. Par contre la CDC va développer l'émission de papier commercial "garanti par des valeurs en magasin". L'institution émet ainsi des titres à long terme pour développer le crédit à court terme pour les entreprises et la détention de titres "industriels". À partir de 1850, elle finance par exemple les entreprises de chemin de fer. La CDC détient depuis ce temps des investissements "stratégiques" dans les groupes industriels français. À partir de 1931, la CDC investit dans les entreprises privées sur la base d'une liste (confidentielle) approuvée par le ministère des Finances. Dans les années 1990, elle participe à la constitution de « noyaux durs » dans les principaux groupes français (Morin, 1998). Elle est encore le premier ou le second actionnaire de 13 des 40 entreprises du CAC 40 et son portefeuille total est d'environ 37 milliards d'Euros en 2007 (CDC, 2008b, p. 26). Dans le cas des sociétés cotées sur les marchés boursiers internationaux, la CDC a adopté les critères ESG dont l'ONU fait la promotion (UNEP-FI, 2007). Une des récentes initiatives a été le soutien au développement des pôles de compétitivité en 2006. La participation de la CDC comporte un appui à l'immobilier du pôle, le développement de réseaux numériques à très haut débit et le renforcement des fonds propres des entreprises du pôle.

La troisième strate est celle de la protection sociale. La CDC va participer activement à la création des caisses de retraite et des assurances collectives (incapacités de travail par exemple). En 1853, le second empire crée la retraite des fonctionnaires. Napoléon III veut aussi instituer, en 1868, un régime d'assurance contre les accidents du travail ou les décès dont la gestion serait confiée à la CDC. En 2007, la CDC a le mandat de gestion de la retraite d'un retraité sur cinq et de 7 millions de cotisants (CDC, 2008a, p.15). Le groupe CDC détient une filiale d'assurances, la CNP qui est le premier assureur de personnes en France avec 15 millions de français.

La quatrième strate est celle des infrastructures et du développement local. En 1894, une loi autorise la CDC à financer le logement social en réalisant des avances aux sociétés d'Habitations à Bon Marché (H.B.M) en échange d'obligations négociables. Le montant des investissements peut représenter jusqu'à 20 % des fonds de réserve des Caisses d'Épargnes (Priouret, 1966, p. 241-242). Il s'agit alors de lutter contre les logements insalubres et favoriser l'urbanisation des agglomérations industrielles. Dans les années 1960, la CDC développe des services financiers pour les collectivités locales au travers du Crédit Local de

France. Dans les années 1950, la CDC participe à la création de la société Village Vacances Famille qui permet l'accès à des centres de vacances pour les familles et qui est en 2007 le numéro 1 des clubs de vacances en France sous le nom de Belambra. En 2007, la CDC possédait un patrimoine immobilier de 2,2 milliards d'euros (CDC, 2008b, p. 29). Elle a également au sein du groupe deux filiales qui développent des services immobiliers (Icade et la Société Nationale Immobilière).

L'étude des dispositifs de gestion des investisseurs institutionnels publics permet de mettre en évidence les enjeux de la régulation des activités économiques par les pouvoirs publics. Au delà de l'intervention gouvernementale directe par la nationalisation, il existe une autre stratégie de régulation, celle de la socialisation de la propriété. Cependant, cette seconde approche repose sur l'utilisation de dispositifs de gestion du secteur privé qu'il s'agit "d'encaster" dans des politiques publiques. Or c'est bien ici que se situe la tension pour le régulateur, car cet encastrement n'est jamais définitif dans la mesure où la structure économique évolue continuellement et la définition des domaines de l'intérêt général changent avec l'évolution des politiques publiques. F. Bloch-Lainé, ancien directeur de la CDC, définit ainsi les activités "commerciales" de l'institution qu'il dirige alors comme "un instrument d'intervention « subsidiaire ». (...) On peut recourir à plusieurs images pour illustrer cette subsidiarité, ce rôle de complément. Les plus modernes sont triviales, mais parlantes : "dépanneur", "commando", "banc d'essai", "piste d'envol". (Bloch-Lainé, cité dans Priouret, 1966, p. 430).

LA FINANCIARISATION ET LES CONSÉQUENCES DE LA CRISE FINANCIÈRE SUR LE DÉVELOPPEMENT DE L'EMPLOI

Le contexte de la financiarisation de l'économie, et avant tout celle du secteur financier, pose la question pour les investisseurs institutionnels publics de savoir comment assurer la poursuite de missions d'intérêt général sans accroître la structure gouvernementale ? Le contexte de la crise financière a élargi la problématique de l'emploi pour englober tout dispositif public de soutien de l'activité économique et de l'emploi sur le territoire national ou régional.

Les réformes des investisseurs institutionnels publics avant la crise

La réforme de la Caisse de Dépôt et Placement du Québec a conduit à un affaiblissement de la préoccupation pour le développement des emplois au Québec et à un renforcement du contrôle financier sur les investissements à travers trois éléments : une réforme du conseil d'administration et des liens avec les déposants, une réforme du double mandat et une évolution de la place de l'État dans la gestion de l'institution.

La réforme de 2004 transforme le rôle du conseil d'administration qui devient un organe de contrôle des procédures internes et des politiques d'investissement. Il réunit désormais des personnes qui doivent être choisies par le gouvernement sur la base de leur compétence et non plus sur la base de leur représentativité sociale. Dans la nouvelle législation, il est spécifié que : « La Caisse doit conseiller ses déposants en matière de placement. Elle peut conclure avec chacun de ses déposants une entente de service où elle détermine les services qu'elle lui offre, les fonctions et responsabilités qu'elle assume, les

modes d'information et de communication qu'elle convient d'utiliser ainsi que les modalités de la reddition de comptes à laquelle elle s'engage. » (article 22.1). Les déposants voient ainsi leur statut institutionnel évolué vers un statut de client qui reçoit un service.

L'inscription formelle du double mandat dans la loi a été faite le 15 décembre 2004. La formulation du double mandat se présente comme suit.

La caisse a pour mission de recevoir des sommes en dépôt conformément à la loi et de les gérer en recherchant le rendement optimal du capital des déposants dans le respect de leur politique de placement tout en contribuant au développement économique du Québec. (Gouvernement du Québec, 2004)

Le gouvernement a également modifié sa position vis à vis de la CDP en devenant un déposant direct. Il a choisi de développer un fonds d'amortissement des régimes de retraite (FARR) autonome pour assurer les cotisations de l'État aux régimes de retraite du secteur public. Le gouvernement s'est ainsi retiré de la gestion de la CDP tout en ayant un statut de déposant à part entière. Cependant, les fonds du FARR proviennent d'emprunts du gouvernement à travers l'émission d'obligations. L'État fait ainsi le pari que le coût de l'endettement à long terme sera inférieur aux rendements à court terme obtenus par la CDP. Cette nouvelle position de l'État favorise la recherche de rendements financiers au détriment du développement économique et de l'emploi.

La Caisse des dépôts et consignations a aussi connu des transformations majeures ces dernières années avec le développement de la financiarisation. Depuis la fin des années 1990, son identité d'investisseur institutionnel public est régulièrement sujette à interprétation en fonction de l'évolution du secteur financier.

Du milieu des années 1990 au milieu des années 2000, une première réflexion s'est engagée sur la restructuration du secteur public financier, dans le prolongement des privatisations des entreprises publiques. Il était alors question du lien entre les caisses d'épargne et la CDC. Le choix qui a été fait par le gouvernement français a été de séparer les deux entités, les caisses d'épargne d'un côté et la CDC de l'autre. Cette séparation a eu notamment pour conséquence la vente de la banque d'affaire de la CDC, IXIS, au réseau des caisses d'épargne. Cette séparation pose le problème de l'offre des fonds d'épargne réglementés comme le livret A, qui permettent aux personnes à faibles revenus d'épargner sans risques. Le gouvernement a fait le pari que la distribution et la gestion de ces fonds ne serait pas affectées par la restructuration du secteur financier public.

En 2007, la CDC présente de nouvelles orientations stratégiques dans un plan appelé Élan 2020. Il s'agit de « se projeter dans les nouvelles urgences du pays » (CDC, 2007, p. 1). Le plan réaffirme le rôle de la CDC de promouvoir l'intérêt général tout en entérinant des orientations qui vont dans le sens des pratiques du secteur privé. Élan 2020 présente des orientations stratégiques dans quatre domaines qui permettent de saisir l'évolution de la CDC dans le contexte de la financiarisation.

Tout d'abord, le plan affirme le statut de la CDC comme investisseur public de long terme. Elle est un « mandataire » de fonds publics (fonds d'épargne, dépôts réglementés,

régimes de retraite) mais se fixe une norme de rentabilité de ses fonds propres entre 10 et 12 %, « avec le double objectif de contrôle du risque et de récurrence des revenus (dividendes et plus values) à un niveau élevé » (CDC, 2007, p. 10). L'intérêt général se mue ainsi en exigence de rentabilité financière au service du réinvestissement (pour 1/3 du résultat) dans ses missions d'intérêt général. Ainsi en 2007, la valeur ajoutée de la CDC comme gestionnaire de fonds a été de près de 1,4 milliards d'Euros.

Ensuite, la CDC fait la promotion d'une culture de groupe basée sur la performance, le sentiment d'appartenance, les métiers, l'écoute des besoins locaux et une communication plus lisible (CDC, 2007, p. 12-13). Néanmoins, chacun de ces points servent à mettre l'emphase sur des objectifs que l'on retrouve dans le secteur privé. La performance est interprétée en terme d'efficience globale et de quantification des objectifs pour chaque direction au sein de la CDC, ce qui implique un risque d'augmentation des contraintes financières sur les activités au nom de l'intérêt général qui est un élément extérieur à chaque direction pris séparément. Le sentiment d'appartenance s'accompagne d'un enjeu « majeur » de mobilité du personnel. Cette mobilité pose cependant la question des statuts d'emploi car le personnel des filiales n'a généralement pas le même statut que le personnel de l'Établissement public. Il existe ainsi un risque que la mobilité ne se traduise par un nivellement par le bas des statuts d'emploi. L'ancrage local de la CDC à travers les directions régionales de l'Établissement public est réaffirmé dans le plan d'orientations stratégiques. Cependant, le document laisse aussi apparaître les conflits potentiels avec les filiales qui développent de façon autonome leurs activités sur le territoire. Se pose alors la question de la hiérarchie des pouvoirs au sein du groupe.

La financiarisation et l'augmentation de la sensibilité des investisseurs institutionnels publics aux fluctuations boursières

La crise financière à la Caisse de Dépôt et Placement du Québec s'est manifestée d'abord au travers de la crise du papier commercial adossé à des actifs (notamment immobilier) à la fin de 2007, puis s'est transformée en crise de liquidités à l'automne 2008 suite à des activités d'arbitrage sur le marché des changes. Pour l'année 2008, le montant des pertes s'élève à 39,816 milliards de dollars, soit 25,6 % de l'actif net cumulé (CDP, 2009, p. 5).

Au moment de la crise des « *subprimes* »¹², aux États-Unis à l'automne 2007, le Canada est également touché par la crise de liquidités de ce type de produits financiers¹³. La CDP a réagit en convoquant une réunion de crise avec les acteurs du marché pour trouver une entente afin d'éviter la contagion de la crise à l'ensemble des marchés financiers canadiens (Boyd et al., 2007). Une entente a été trouvée pour convertir le papier commercial en titres à long terme qui retrouveront leur liquidité après la crise. Cependant,

¹² Depuis le début des années 2000, la CDP s'est impliquée massivement dans la construction du marché du papier commercial adossé à des actifs (PCAA) à travers deux modalités de financement de ce marché. La première modalité consistait en l'achat de titres émis par des institutions financières pour financer l'acquisition des créances sur les actifs. Ces titres procuraient un revenu fixe supérieur aux titres du même genre. La seconde modalité résidait dans des prises de participations dans les sociétés financières qui émettaient les titres auxquels étaient adossés les actifs. Le montant global de l'implication de la CDP sur ce marché est évalué à près d'un tiers du marché non bancaire au Canada, soit 12,6 milliards de dollars.

¹³ La commission parlementaire qui a débuté le 13 mars a déjà permis de comprendre qu'il n'existait pas de limites supérieures à la détention de papier commercial adossé à des actifs car ces titres avaient la meilleure notation et bénéficiaient d'une forte liquidité (Assemblée Nationale, 2009).

cet accord a mis un an et demi à se concrétiser et pendant ce temps, les liquidités de la CDP qui étaient investies dans le PCAA n'étaient pas disponibles. Or, la tradition dans cette institution a toujours été d'utiliser les liquidités disponibles pour acheter des titres lors des périodes de crises financières, comme en 1987 par exemple. À l'automne 2008, l'institution ne dispose toujours pas de ces liquidités car elle ne peut pas vendre ses titres à long terme faute d'une entente sur le papier commercial, ni ne peut échanger ces titres à la banque centrale car ils ne sont pas admissibles selon les critères de la Banque (Longworth, 2009). Les programmes de soutien financier du gouvernement fédéral et de la banque du Canada ne s'adressent pas aux investisseurs institutionnels comme la CDP ou des régimes de retraite car ils sont réservés exclusivement aux banques qui participent au système de paiement.

Cette entente n'interviendra qu'à la fin du mois de janvier 2009 suite à une intervention tardive des gouvernements fédéraux et provinciaux à la fin de l'année 2008. Or, ces liquidités étaient indispensables pour couvrir des pertes potentielles de 5 milliards dans les activités d'arbitrage de devises à la suite du retournement des marchés financiers. L'absence de ces fonds peut expliquer le fait que la CDP ait dû vendre des titres à revenu variable dans un marché baissier pour combler ses besoins de liquidités. L'institution n'a pas été en mesure d'anticiper les besoins de liquidités, en particulier parce qu'elle avait généralisé l'utilisation de la « valeur à risque » (CDP, 2009) comme outil exclusif de mesure des risques sur les marchés financiers. Or cet outil ne permet pas d'évaluer les besoins de liquidités en cas de crise financière car les corrélations entre les portefeuilles sont alors proches de l'unité et les pertes sont potentiellement totales en l'absence de liquidité des marchés.

Le cas de la CDP illustre la financiarisation des investisseurs publics dans la mesure où les activités spéculatives n'ont pas pu être identifiées par les autorités de contrôle du gouvernement et que ce dernier n'avait pas mis en place de programme de rachat des créances « douteuses » comme il le fera par exemple dans le cas d'investissements réalisés par une université. Le retrait de l'État de la gouvernance de la CDP peut s'expliquer par un souci de favoriser le rendement financier dans une période de restrictions des dépenses pour les politiques sociales. Dans ce contexte, toute augmentation du rendement financier vient limiter la contribution directe du gouvernement, que ce soit sous forme de financement direct des programmes, ou comme employeur pour capitaliser les régimes de retraite des employés.

En 2008, la Caisse des dépôts et consignations a connu la première perte de son histoire à hauteur de 1,5 milliards d'euros, avec une dépréciation des actifs et des provisions de 3 milliards d'euros¹⁴. Cependant, la crise financière a également conduit le gouvernement français à mettre en place un plan de relance économique avec un large concours de la CDC. Cette implication au service de l'État qui est la raison d'être de l'institution s'accompagne d'une baisse de son actif de 50 milliards d'euros (L'expansion, 21 janvier 2009). À la demande du gouvernement, la CDC doit notamment avancer 17 milliards d'euros aux banques, 10 milliards à la société française de refinancement de l'économie en faveur des établissements de crédit et 10 milliards au fonds stratégique d'investissement (FSI) afin de renforcer les fonds propres des entreprises françaises. Le FSI est détenu à 51

¹⁴La reprise de provisions en 2010 a été de 1,178 milliards d'euros.

% par la CDC et 49 % par l'État, mais il intégré dans le pôle concurrentiel du groupe (LeRevenu, 16 février 2009).

La CDC a également perdu le monopole de la gestion des fonds d'épargne retraite administrés, les banques en ayant obtenu une partie, ce qui peut, à terme, remettre en cause le financement du logement social. En 2010, la filiale ICADE de la CDC doit céder 24 400 logements sociaux pour se concentrer dans le secteur tertiaire commercial. Seuls 2 400 logements seront repris par une autre filiale de la CDC (CDC, rapport annuel 2009). Cette opération s'explique notamment par la volonté de verser plus de dividendes aux actionnaires dans un processus typique de création de valeur. La CDC a également accepté la fusion de sa filiale de transports collectifs Transdev avec la société Véolia Transport du secteur privé.

L'implication de la CDC dans la lutte contre la crise économique qui découle de la crise financière pourrait être interprétée comme une forme de reconstitution du périmètre économique du secteur public afin d'améliorer la souveraineté économique du territoire. Cependant deux arguments s'opposent à cette interprétation. Premièrement, la majeure partie des fonds sont à destination du secteur financier privé dont les objectifs sont assez éloignés de la mission d'intérêt général de la CDC et concerne surtout une action de sauvetage à court terme. De plus, il n'existe aucune clause « sociale » dans le financement public du secteur financier à la différence du secteur industriel (Gubert, 2009). Deuxièmement, les structures de gestion de ces fonds sont extérieures à la CDC, ce qui signifie qu'elles ne sont pas soumises aux mêmes dispositifs de gouvernance assurant la cohésion d'ensemble de l'investisseur institutionnel public.

Le cas de la CDC illustre la financiarisation des investisseurs publics dans la mesure où le sauvetage du secteur financier et des grands groupes industriels auquel participe la CDC, à la demande de l'État, sert à compenser la « rigueur » budgétaire affichée par le gouvernement et ne garantit pas le développement de l'emploi dans le périmètre large du secteur public. La financiarisation prend ici une forme paradoxale puisqu'elle est basée sur l'implication de l'État au niveau financier afin de contourner les règles des institutions existantes en matière de développement économique et social et augmenter le niveau des dividendes qui lui sont versés.

L'évaluation du développement économique local et de l'emploi après la crise financiarisation

Pour les deux investisseurs institutionnels publics, la crise financière de 2008 a été accompagnée par un questionnement sur la légitimité de leur mission dans un contexte de socialisation massive des pertes du secteur financier privé. Dans ce contexte, les deux institutions ont abordé différemment l'évaluation de leur contribution au développement local et à l'intérêt général. Les principaux éléments sont présentés dans le tableau 3.

Tableau 3
Évaluation de la contribution au développement économique

	CDP	CDC
Le secteur public	« Les actifs totaux du secteur Revenu fixe au Québec se chiffraient à 21,1 G\$ au 31 décembre 2009, comparativement à 21,7 G\$ un an auparavant. Le secteur Revenu fixe se spécialise dans les activités de placements obligataires et intervient principalement dans le secteur public. »	« La Caisse des Dépôts est sollicitée en tant qu'investisseur d'intérêt général pour intervenir : - soit en réponse à un besoin collectif, que celui-ci soit explicitement collectif formulé par l'Etat ou une collectivité publique ou qu'il découle d'une politique d'intérêt général comme la construction de logements) soit du fait de la carence de l'initiative privée. »
Les industries	« Le dynamisme dont a fait preuve la Caisse a largement contribué à la vitalité du secteur du capital de risque au Québec. Ainsi, en 2009, plus de 40 % de tous les investissements en capital de risque au Canada ont été réalisés au Québec. »	« Dans le cadre de ces investissements, en effet, la Caisse des Dépôts peut contribuer à la consolidation d'un secteur ou à la structuration de pôles de compétitivité associant grands donneurs d'ordre et PME sous-traitantes. »
Le contrôle de la propriété des entreprises.	« La Caisse entend jouer un rôle proactif de leadership auprès de l'entreprise au Québec. Cet engagement, qui s'inscrit dans sa mission, pourra se réaliser sur la base de certains avantages comparatifs importants dont elle dispose. Ces avantages sont : - sa position privilégiée pour identifier les entreprises québécoises à fort potentiel, en raison de son réseau, de son expertise et de son expérience; ses relations étroites avec les entreprises du Québec; - sa connaissance approfondie de l'environnement économique québécois; - son expérience des marchés mondiaux et son vaste réseau de partenaires internationaux, qui lui permettent d'aider les entreprises du Québec dans leur développement à l'étranger; - sa capacité de favoriser la participation financière d'autres investisseurs institutionnels canadiens et étrangers dans différents	« Lorsqu'elle a choisi de détenir une participation stratégique, la Caisse des Dépôts assume pleinement, en tant qu'investisseur impliqué, ses responsabilités d'actionnaire. Elle se fixe à cet effet quatre grandes règles: - elle s'implique dans la gouvernance des entreprises. Le rôle d'un actionnaire de long terme est d'accompagner le projet industriel de l'entreprise, de surveiller la performance de l'entreprise et la qualité du management. La Caisse des Dépôts accorde, à ce titre, une importance particulière au renforcement en France des centres de décision et de recherche, au développement de l'actionnariat salarié et à la prise en compte des enjeux de développement durable; - elle contribue à créer un noyau stable d'actionnaires de long terme, via notamment la signature de pactes d'actionnaires; - son statut d'investisseur de long terme lui permet d'engager un dialogue constructif avec les sociétés dont elle est actionnaire sur les projets industriels, ainsi que sur les problématiques

	<p>projets d'investissement; - sa taille et l'étendue de ses activités, qui lui permettent d'offrir différentes possibilités de soutien aux entreprises en fonction de leurs besoins spécifiques. »</p>	<p>environnementales et sociales. La Caisse des Dépôts n'est pas un investisseur activiste: elle n'intervient pas publiquement contre le management et n'entend pas s'ingérer dans la gestion de l'entreprise; - la Caisse des Dépôts réexamine à intervalles réguliers la pertinence de ses engagements. »</p>
<p>Le territoire et l'immobilier</p>	<p>« La Caisse occupe une place importante dans l'économie québécoise par l'entremise de ses activités immobilières. Elle est l'un des principaux investisseurs au Québec dans ce marché avec des actifs totaux de 5,9 G\$ et détient des investissements dans plus de 525 immeubles. La Caisse œuvre en immobilier par l'entremise d'Ivanhoé Cambridge, du Groupe SITQ et d'Otéra Capital, et se spécialise dans l'investissement, la promotion et la gestion d'immeubles. Elle investit en fonds propres et en titres de créances, principalement dans les secteurs des bureaux et des parcs d'affaires, des centres de commerce de détail et des immeubles multirésidentiels. »</p>	<p>« Les investissements localisés dans des territoires défavorisés et délaissés, notamment ceux figurant dans la géographie des contrats urbains de cohésion sociale (CUCS). Ces territoires présentent des caractéristiques particulières (isolement, insécurité, faible potentiel économique) qui les rendent peu attractifs, ou trop risqués pour les investisseurs privés. Dans ce cas précis, l'intervention de la Caisse des Dépôts a vocation à partager le risque avec un opérateur privé, voire à l'assumer seul pendant une période donnée, le temps que le territoire retrouve une dynamique économique naturelle suscitant l'arrivée de nouveaux opérateurs. »</p>

Source : CDC, rapport au parlement, 2009, p. 85-91 ; CDP, rapport annuel 2009, p. 54-62.

À la suite des résultats de la CDP pour l'année 2008, une commission parlementaire a été demandée par les partis politiques au Québec pour analyser le montant des pertes suite à la crise financière de l'automne. La Caisse a en effet connu les pires pertes de son histoire et un rendement plus négatif que ses pairs. Suite à l'annonce de la commission parlementaire, Robert Laplante, directeur de l'IREC, établit que les rapports annuels de la CDP ne permettent que très imparfaitement de mesurer la contribution au développement économique du Québec, et que la compilation des statistiques disponibles entre 1996 et 2007 fait apparaître une réduction sensible de 46,4 pour cent à 16,94 pour cent même si le total des investissements au Québec augmente de 11,254 milliards de dollars pour atteindre 37,742 milliards en 2007 (Le Devoir, 3 mars 2009). Dans le rapport annuel de 2009, on retrouve un chapitre qui présente la contribution de la CDP au développement économique du Québec. L'investissement de la CDP au Québec se monte à 33,5 milliards de dollars, dont 55 pour cent dans le secteur privé. L'évaluation de la contribution au développement économique se fait principalement par des mesures quantitatives de la répartition des actifs au Québec selon les différents portefeuilles. La direction de la Caisse ne semble pas en mesure d'expliquer les relations entre les deux finalités de son mandat, ce qui peut expliquer la nature principalement quantitative de l'évaluation présentée.

La CDC fait la promotion de l'intérêt général et du développement économique à travers son engagement dans le développement durable, concept qui est interprété comme des activités qui servent à « augmenter le potentiel de croissance de la France » (CDC, 2007, p. 4). La CDC se définit alors comme un investisseur patient, local et social. Le concept de développement durable est mis en œuvre principalement dans quatre domaines : la politique du logement et du renouvellement urbain, l'université et l'économie de la connaissance, le soutien financier aux PME, et le secteur de l'environnement. Cette implication dans le développement durable se traduit cependant par l'utilisation de « véhicules » financiers qui ne se distinguent pas de ceux du secteur financier privé : définition des activités comme des classes d'actifs dont il faut évaluer le rendement et le risque, développement du marché des « futures » sur le marché du carbone, et encouragement à l'externalisation des actifs immobiliers des collectivités publiques. La différence avec le secteur privé réside principalement dans le maintien de ces activités au sein du groupe, ce qui nécessite de la part de la commission une surveillance accrue.

La question de l'évaluation de la contribution des investisseurs institutionnels publics au développement économique local et à l'emploi illustre les enjeux de la régulation des investisseurs de long terme qui doivent avoir un horizon d'investissement qui dépasse les cycles conjoncturels et la dépendance aux fluctuations financières de court terme (Glachant et al., 2010). Cet horizon de long terme implique que les dispositifs mis en œuvre dans les différentes activités soient "encastrés" dans un modèle de développement qui assure la participation des acteurs sociaux du monde du travail et de l'emploi à la régulation de l'institution.

CONCLUSION

Dans un environnement financier marqué par les innovations financières, la recherche du rendement financier et la financiarisation de l'économie, notre démarche d'analyse des liens entre la finance et l'emploi a consisté à étudier deux investisseurs institutionnels publics en France et au Québec afin d'identifier les dispositifs collectifs ayant servi à orienter l'activité financière vers des objectifs de croissance de l'activité économique et de l'emploi et la remise en cause des fondements institutionnels qui favorisaient la socialisation de l'investissement.

Un premier résultat de la recherche porte sur l'identification des dispositifs favorisant la socialisation de l'investissement. La présence d'investisseurs institutionnels publics avec un mandat d'investissement à long terme favorise la constitution de groupes industriels dont les activités sont diversifiées et stables afin d'éviter les conséquences néfastes sur l'emploi et l'instabilité de la propriété des entreprises. Les investisseurs institutionnels publics sont également parties prenantes du développement de nombreux services publics de réseaux ou territoriaux formant la base de la création de bassins d'emplois. Un troisième domaine est celui de l'aménagement urbain pour structurer des relations de proximité entre les acteurs économiques. C'est la raison pour laquelle la structure de gouvernance de ce type d'investisseurs institutionnels ne peut être calquée sur celle des entreprises privées du secteur financier (Yermo, 2008).

En second lieu, l'approche comparée France-Québec qui a structuré notre recherche permet de souligner que le développement et la mise en oeuvre de ces dispositifs s'inscrivent dans des visions politiques, des mondes de l'État (Didry, 2002). Dans le contexte de l'État néolibéral, la financiarisation de la gestion des investissements peut prendre deux avenues : la déconstruction des règles qui faisait de l'État un acteur collectif dans le cas de la CDP au Québec, ou la sur-réglementation et l'ingérence de l'État (néolibéral) au point de mettre en péril l'identité même de l'investisseur institutionnel public, comme dans le cas de la CDC en France. Ainsi, la financiarisation des investisseurs institutionnels peut être analysée comme une socialisation « paradoxale » des conséquences de la crise financière : une socialisation des pertes financières et de ses conséquences pour l'emploi sans socialisation aucune des droits de propriété, ni des dispositifs de gestion des actifs. Le contexte de la crise financière de 2008 et la sensibilité des résultats des deux investisseurs institutionnels aux fluctuations boursières a entraîné un nouveau questionnement sur la contribution de ces institutions au développement économique local et l'emploi, que ce soit à travers une approche statistique ou à travers une explicitation de la "doctrine" qui préside à l'investissement dans le sens de l'intérêt général.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- AGAMBEN, G. 2007. *Qu'est-ce qu'un dispositif ?* Paris : Éditions Payot & Rivages, 64 p.
- AGLIETTA, M. 1998. Le capitalisme de demain, *Notes de la fondation Saint-Simon*, n. 101, novembre.
- AMABLE, B., ERNST, E. et PALOMBARINI, S. 2005. How do financial markets affect industrial relations : an institutional complementarity approach, *Socio-Economic Review*, 3, 311-330.
- ASSEMBLÉE NATIONALE DU QUÉBEC, 2009. Auditions sur les résultats de la Caisse de dépôt et placement, *Journal des Débats*, Commission des Finances Publiques, 39e législature, 1ère session, 13 mars, 9h30-11h30, Disponible à l'adresse suivante : <http://www.assnat.qc.ca/fra/39Legislature1/DEBATS/journal/cfp/090313.htm>
- BOUDET, J-F. 2006. *La Caisse des Dépôts et Consignations : Histoire, Statut, Fonctions. Contribution à l'étude de ses fondements juridiques*. Paris : L'Harmattan, 652 p.
- BOULIER, J-F. 2002. *Gestion financière des fonds de retraite*, Paris : Economica, 272p.
- BOYD, E., McNISH, J., PERKINS, T. et SCOFFIELD, H. 2007. The ABCP black box explodes, *The Globe and Mail*, 16 Novembre, 10 p. Disponible à l'adresse suivante : <http://www.reportonbusiness.com>
- CARRA, 2008. Planification stratégique 2006-2008 et sommaire des actions. Gouvernement du Québec, 24p. Disponible à l'adresse suivante : <http://www.carra.gouv.qc.ca>
- CDC. 2008a. *Rapport de développement durable 2007*, Caisse des Dépôts et Consignations, 120 p. Disponible à la page suivante : <http://www.caissedesdepots.fr>
- CDC, 2008b. Rapport au parlement 2007. Caisse des Dépôts et Consignations, 66 p. Disponible à la page suivante : <http://www.caissedesdepots.fr>
- CDC, 2007. *Élan 2020, plan stratégique Caisse des Dépôts*. Caisse des Dépôts et Consignations, 14 p. Disponible à la page suivante : <http://www.caissedesdepots.fr>
- CDP. 2009. *États financiers cumulés 2008*. Caisse de Dépôt et Placement du Québec, 39 p. Disponible à l'adresse suivante : <http://www.lacaisse.com>.
- CDP. *Rapports annuels*. Disponible à l'adresse suivante : <http://www.lacaisse.com>
- CLARK, G. L. et HEBB, T. 2004. Pension Fund Corporate Engagement : The Fifth Stage of Capitalism, *Relations Industrielles*, vol. 59, n. 1, 142-171.
- DAVIES, E. P. 2003. Pension funds and European financial markets, *Berichte and Studien 2003/2, Austrian National Bank*.
- DAVIES, E. P. et STEIL, B. 2001. *Institutional Investors*, Boston : MIT Press, 556 p.
- DIDRY, C. 2002. *Naissance de la convention collective. Débats juridiques et luttes sociales en France au début du 20e siècle*, Paris : Éditions de l'EHESS, 267 p.
- DUSCHESNE, P. (2001), *Jacques Parizeau, t. I : Le Croisé - 1930-1970*, Éditions Québec Amérique, Montréal, 624 p.
- FLIGSTEIN, N. et SHIN, T-J. 2007. Valeur actionnariale et transformations des industries américaines (1984-2000), dans F. Lordon, dir. *Conflits et pouvoirs dans les institutions du capitalisme*, Paris : Presses de SciencesPo, 251-302.
- FLYVBERG, B. 2004. Five misunderstanding about case-study research, Clive Seale et coll., dirs, *Qualitative Research Practice*, London and Thousand Oaks, CA : Sage, p. 420-434.
- FOUCAULT, M. 2004. *Sécurité, Territoire, Population : Cours au Collège de France 1977-1978*, Paris : Seuil, 435 pages.

- FROUD, J., JOHAL, S., LEAVER, A. et WILLIAMS, K. 2006. *Financialization & strategy : Narrative & numbers*, London, Routledge.
- GLACHAND, J., LORENZI, J-H, QUINET, A., TRAINAR, P. 2010. *Investissements et investisseurs de long terme*, Rapports du CAE, Paris : La Documentation Française, 248 p.
- GONNARD, E., JUNG KIM, E. et YNESTA, I. 2008. Recent Trends in Institutional Investors Statistics, *OECD, Financial market Trends*, 22 p.
- GOUVERNEMENT DU QUEBEC, 2004. *Loi modifiant la Loi sur la Caisse de dépôt et placement du Québec*, Projet de loi no 78, Assemblée Nationale.
- GOYER, M. 2006. Varieties of Institutional Investors and National Models of Capitalism: The Transformation of Corporate Governance in France and Germany, *Politics and Society*, 34, n. 3, p. 399-430.
- GUBERT, R. 2009. Caisse des depots : les malheurs d'Augustin. Journal Le Point, publié le 11/12/2008. Disponible à l'adresse suivante : <http://www.lepoint.fr/archives/article.php/299021>
- HAWLEY, J. P. et WILLIAMS, A. T. 2000. *The Rise of Fiduciary Capitalism, How Institutional Investors Can Make Corporate America More Democratic*, Philadelphia : University of Pennsylvania Press.
- JACOBY, S. 2009. Finance and Labor : Perspectives on Risk, Inequality, Democracy, Document de travail, *UCLA*, Janvier, 59 p. Disponible à l'adresse suivante : <http://www.anderson.ucla.edu/x2468.xml>
- KEYNES, J. M. (1971-1989). *The Collected Writings of J.M. Keynes*, 30 vols., Donald Moggridge, (sous la direction de), Mac Millan St Martin's Press.
- LAPLANTE, R. 2009. La Caisse a-t-elle largué l'économie québécoise ?, *Le Devoir*, 3 mars 2009. Disponible à l'adresse suivante : http://www.vigile.net/_Laplante-Robert,16
- L'EXPANSION, 2009. *Sarkozy fait de la Caisse des dépôts la caisse des débits*, 29 janvier, disponible à l'adresse suivante : <http://www.lexpansion.com>.
- LE REVENU, 2009. *Icade, une foncière stratégique*, 16 février, disponible à l'adresse suivante : <http://www.lerevenu.com/default.asp>.
- LONGWORTH, 2009. Mise en oeuvre de politiques visant le système financier en réponse à la crise. Discours prononcé par David Longworth, sous-gouverneur à la Banque du Canada devant l'Association des marchés financiers du Canada, Toronto (Ontario), le 12 mars 2009, disponible à l'adresse suivante : <http://www.banqueducanada.ca/fr/discours/2009/sp09-3f.html>
- MONTAGNE, S. 2006. *Les fonds de pension. Entre protection sociale et spéculation financière*, Paris : Odile Jacob, 301 p.
- MORIN, F. 1998. *Le modèle français de détention et de gestion du capital*, Paris : Les éditions de Bercy, 221 p.
- MORIN, F. et RIGAMONTI, É. 2002. Évolution et structure de l'actionnariat en France, *Revue Française de Gestion*, no. 141/5, p. 155-181.
- PELLETIER, M. 2002. *Dix milliards par jour. Comment la Caisse de dépôt et placement du Québec est devenue une puissance mondiale de l'investissement*, Montréal : Carte Blanche, 317p.
- PELLETIER, M. 1988. *La Machine à milliards. L'histoire de la Caisse de dépôt et placement du Québec*, Montréal : Québec/Amérique, 330 p.
- PELLETIER, J-J. et NORMAND, C. 1994. *Caisses de retraite et placements. Introduction à la gestion des placements*, Montréal : Éditions Sciences et Culture, 444 p.

- PERRAUDIN, C., PETIT, H., THÈVENOT, N., REBÉRIOUX, A., VALENTIN, J. 2008. *Les déterminants de la gestion de l'emploi au delà des frontières de l'entreprise*, Centre d'Études de l'Emploi, Rapport de Recherche, 93 p.
- PLIHON, D. 2002. *Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance*, Paris : La Documentation Française.
- PRIOURET, R. 1966. *La Caisse des Dépôts, cent cinquante ans d'histoire financière*, Paris : PUF, 508 p.
- ROUZIER, R. 2008. *La Caisse de dépôt et placement du Québec : portrait d'une institution d'intérêt général (1965-2000)*, Paris : L'Harmattan, 214 p.
- SALAI, R. 2007. *Conventions de travail, mondes de production et institutions : un parcours de recherche*. IDHE, Document de travail, Série Règles, Institutions, Conventions, N° 07-02, 25 p.
- UNEP-FI, 2007. *Responsible Investment in Focus : How leading public pension funds are meeting the challenge*, UNEP-FI, Innovative financing for sustainability, UK Social Investment Forum, 83 p.
- YERMO, J. 2008. *Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries*, *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions*, N. 15, OECD Publishing, 24 p.