

Recherches sociographiques



La caisse sous le microscope

Jean-Marie Gagnon

Volume 37, numéro 1, 1996

URI : <https://id.erudit.org/iderudit/057013ar>

DOI : <https://doi.org/10.7202/057013ar>

[Aller au sommaire du numéro](#)

Éditeur(s)

Département de sociologie, Faculté des sciences sociales, Université Laval

ISSN

0034-1282 (imprimé)

1705-6225 (numérique)

[Découvrir la revue](#)

Citer cet article

Gagnon, J.-M. (1996). La caisse sous le microscope. *Recherches sociographiques*, 37(1), 131–145. <https://doi.org/10.7202/057013ar>

Résumé de l'article

Pour le meilleur ou pour le pire, de nombreux travailleurs se voient forcés par leur contrat de travail de confier à une caisse de retraite la gestion d'une partie importante de leurs économies. C'est ainsi que sont nés des investisseurs institutionnels de première importance, comme la caisse de retraite des employés municipaux de l'Ontario et celle des enseignants de cette province. La Caisse de dépôt et placement du Québec est le plus important de ces gestionnaires. Elle occupe l'avant-scène financière. Tous les Québécois, et même les Canadiens des autres provinces, scrutent ses moindres décisions. En 1993, elle a fait l'objet d'un ouvrage de Pierre Arbour.

LA CAISSE SOUS LE MICROSCOPE

Jean-Marie GAGNON*

Pour le meilleur ou pour le pire, de nombreux travailleurs se voient forcés par leur contrat de travail de confier à une caisse de retraite la gestion d'une partie importante de leurs économies. C'est ainsi que sont nés des investisseurs institutionnels de première importance, comme la caisse de retraite des employés municipaux de l'Ontario et celle des enseignants de cette province. La Caisse de dépôt et placement du Québec est le plus important de ces gestionnaires. Elle occupe l'avant-scène financière. Tous les Québécois, et même les Canadiens des autres provinces, scrutent ses moindres décisions. En 1993, elle a fait l'objet d'un ouvrage de Pierre Arbour.

Le livre de Pierre Arbour, *Québec inc. et la tentation du dirigisme*, a connu le succès. Sa naissance a été précédée de la publication d'extraits dans le magazine *L'actualité* et le journaliste Jean Benoît Nadeau¹ y a puisé une partie des deux reportages² qu'il a consacrés à la Caisse de dépôt et de placement du Québec (dorénavant la Caisse). Il a figuré sur la liste des best-sellers de ce périodique et l'émission *Le Point*, de Radio-Canada, l'a présenté à ses téléspectateurs. (Notons que cette dernière a permis aux dirigeants de la Caisse d'y opposer leur réaction.) Enfin, consécration suprême, il a été traduit en anglais, ce qui lui a valu deux recensions du *Globe and Mail* (GOOLD, 1994; MCKENNA, 1994). De tels succès médiatiques sont rares et méritent qu'on s'y intéresse.

L'ouvrage de monsieur Arbour traite de plusieurs aspects techniques de la gestion de la Caisse et de questions fondamentales relatives à la régie des entreprises des

* Les commentaires de monsieur Gérard Bélanger et d'un autre arbitre anonyme m'ont été très utiles et je les en remercie.

1. NADEAU (1993a et 1993b) et *L'actualité* (1993).

2. Ironie du sort, ces analyses plutôt critiques du plus beau fleuron de la Révolution tranquille ont valu à leur auteur « un des trois prix René-Lévesque décernés par l'Association des journalistes indépendants du Québec », *L'actualité* (1994).

secteurs public et privé. Les chapitres sont liés par un thème commun : l'intervention de l'État. L'auteur y pose des problèmes qui devraient retenir l'attention des politiciens et des gestionnaires privés, mais on n'a relevé que les critiques à l'endroit de la Caisse. Son effort de réflexion sur le dirigisme, semble-t-il, intéresse peu. Étrange phénomène...

Cette note traite moins des thèses de monsieur Arbour que des démonstrations qu'il soumet. Ces dernières paraissent d'une faiblesse inacceptable. Nous proposons de réviser son expertise : d'abord, certaines décisions de la Caisse et, par la suite, les questions fondamentales auxquelles il s'arrête.

La gestion du portefeuille de la Caisse

Pierre Arbour s'attaque d'abord à l'allocation de l'actif de la Caisse. Il juge trop prudente la politique imposée de 1974 à 1980 par le pdg Marcel Cazavan. En effet, sous le règne de ce dernier, la proportion d'actions n'a jamais dépassé 15 %, et l'auteur pousse un soupir de soulagement à l'arrivée de monsieur Jean Campeau qui — une fois n'est pas coutume — mérite des éloges parce qu'il a fait monter le pourcentage consacré à cette catégorie de titres. Toutefois, l'histoire financière de cette période ne justifie ni les reproches explicites ni les félicitations implicites. Les taux de rendement réalisés par le marché sous le règne de l'un et l'autre directeurs le laissent voir (tableau). Pour le moment, on peut assimiler ces taux au coût d'option du portefeuille détenu pour la Régie des rentes : la Caisse pouvait facilement les reproduire³.

TABLEAU

*Taux de rendement entre 1974 et 1992**

| | Actions | Obligations |
|------------------------------|---------|-------------|
| Règne Cazavan : 1974-1980 | 12,48 % | 5,84 % |
| Règne Campeau : 1980-1992 | 8,77 % | 13,65 % |

SOURCE : Scotia McLeod (1993).

* Ces taux ont été calculés à partir des indices TSE 300 et ScotiaMcLeod Universel (rendement total).

3. Nous n'avancions pas nécessairement que ces indices constituent des normes d'appréciation du rendement de la Caisse, mais plutôt que leur cheminement ne justifie pas la condamnation implicite de monsieur Arbour. Sur ce sujet, voir l'annexe.

Après coup, ce qui est très facile, on constate que la politique préconisée par monsieur Arbour, adoptée sous le règne Campeau, n'était pas plus profitable que la précédente. Le changement de cap est intervenu à contretemps.

En réalité, aucun gestionnaire, si brillant soit-il, ne peut sortir vainqueur de ce jeu des comparaisons *ex post*. Il est également raisonnable d'affirmer que les deux pdg ont eu raison et qu'ils ont eu tort. Comme ils devaient arrêter des choix dans un monde incertain, leurs politiques ne suggèrent pas que l'un était rationnel et l'autre pas, mais plutôt qu'ils avaient des tolérances différentes au risque. On sait maintenant qu'il eût mieux valu maintenir dans les années 1980 la politique de la décennie 1970, ou encore adopter la première dès le départ. Mais nul ne pouvait en être assuré *ex ante*. La Caisse a bien observé le précepte le mieux connu en gestion de portefeuille: elle a toujours réparti son actif entre toutes les catégories de titres, ce qui lui a permis d'obtenir des résultats supérieurs à ceux de la caisse canadienne⁴.

Quelques pages plus loin, monsieur Arbour qualifie d'ultra-prudente une nouvelle méthode qui consistait à pondérer le portefeuille d'actions suivant les indices de la Bourse de Toronto. De nouveau, une telle politique peut être tout à fait défendable parce que l'adhésion au Régime de rentes du Québec est obligatoire pour tous les travailleurs. Il est donc raisonnable d'offrir un portefeuille « neutre », que chacun peut combiner aux biens réels et financiers dont il conserve lui-même la gestion afin d'obtenir le mélange rendement-risque qu'il préfère.

Nous ne savons pas comment monsieur Arbour aurait administré la Caisse, en eût-il été le pdg. À la page 75, il affirme que la raison d'être de toute gestion de fonds est de maximiser les rendements sur les sommes confiées par les déposants. Ce principe n'est pas opérationnel, et donc inutilisable, parce qu'incomplet: le nombre de portefeuilles qui satisfont au précepte tend vers l'infini. Il faut encore spécifier le niveau de risque choisi et les autres contraintes auxquelles est assujéti le gestionnaire.

Le portefeuille des participations

Québec Inc. est, pour une bonne part, consacré à l'étude d'une série de cas, investissements jugés désastreux et qui font partie du portefeuille des participations de la Caisse. Il est intéressant d'examiner les plus célèbres d'entre eux, soit Domtar, Steinberg et Provigo.

4. Voir Conseil consultatif du Régime de pensions du Canada (1993, p. 12). Notons toutefois que la comparaison proposée par le Conseil est doublement boiteuse. Les taux présentés sont des taux comptables, qui ne permettent pas d'évaluer la performance d'un gestionnaire. Le portefeuille global de la Caisse comprend les avoirs de déposants autres que la Régie des rentes du Québec et susceptibles d'être assujéti à des contraintes particulières.

Monsieur Arbour se propose de nous fournir une estimation de la «perte totale due à l'interventionnisme» (p. 71). Ce projet fort intéressant pose des problèmes de mesure importants et comporte plusieurs étapes. Il faut d'abord identifier un propriétaire, c'est-à-dire l'entité qui porte les conséquences de la décision à l'étude et dont on veut adopter le point de vue. Dans le cas présent, on peut choisir le Québec, l'ensemble des actionnaires des sociétés en cause, le sous-ensemble de leurs actionnaires québécois, le gouvernement du Québec ou la Caisse. L'auteur désigne le gouvernement du Québec. Soit. Ensuite, il faut déterminer les sources — événements et décisions — des variations de richesse observées pendant la période considérée. En ce qui concerne Domtar, elles se décomptent ainsi :

1. décisions d'investissement initial et de réinvestissements implicites, jusqu'au déclenchement de l'opération «prise de contrôle» ;
2. décision d'achat d'une partie importante du capital-actions de Domtar dans le but de participer à la régie de l'entreprise ;
3. réaction particulière du marché à une prise de participation gouvernementale (ou perçue comme telle) ;
4. évolution de l'ensemble des cours des actions ;
5. évolution des cours du secteur industriel de la cible de l'opération.

À ces cinq sources correspondent cinq étapes de calcul de l'analyse de rentabilité.

La première décision a trait à la gestion du portefeuille : l'acquisition du titre. Le gestionnaire se réserve seulement l'option de s'en départir lorsqu'il ne lui convient plus. S'il fait preuve d'une plus grande ambition et décide de participer au gouvernement de l'entreprise, le cours des actions à ce moment-là, c'est-à-dire le prix qu'il pourrait en tirer, représente la mise de fonds de cette deuxième opération. Si le coût initial est un élément du calcul du rendement de la première, il n'est pas approprié à la seconde et l'utilisation qu'en fait monsieur Arbour n'est pas justifiée.

Les éléments 2 à 5 représentent les sources de variation de richesse pendant l'opération et les exercices ultérieurs. On a fréquemment démontré que les offres de prise de contrôle sont précédées et suivies d'une hausse appréciable des cours, sauf s'il s'agit d'une opération gouvernementale. Dans ce cas, les investisseurs estiment que l'objectif de maximisation du profit sera tôt ou tard mis en veilleuse par les pouvoirs publics et réévaluent leur participation. L'analyse de rentabilité que souhaite monsieur Arbour suppose que l'on rapproche de leur cours subséquent la valeur des titres au moment de l'annonce de la prise de contrôle. (Du point de vue étroit adopté par l'auteur, on ne tient compte que des actions qui sont déjà propriété du gouvernement.) Ce sont les étapes 2 et 3 de notre liste. De plus, on ne saurait tenir le gestionnaire public ou privé responsable des secousses de l'ensemble du marché. L'analyste procède alors aux corrections appropriées (étape 4) : il ajoute ou déduit les changements de valeur communs à l'ensemble des actions. Enfin, on ne peut toujours

imputer à l'acquéreur l'évolution des cours du secteur d'intervention, à moins qu'il ne lui ait été loisible de le choisir. En général, la nature même des actions gouvernementales exclut cette possibilité, mais, dans le cas de Domtar, on est porté à croire que la Caisse avait cette latitude.

Monsieur Arbour évalue à 317,2 millions de dollars (tableau IV, p. 71) le coût de l'intervention jointe de la Caisse, de la Société de développement industriel (SDI) et de la Société générale de financement (SGF). Cette somme prend en compte, indistinctement, les cinq éléments de notre liste. Or, au moment de la parution du livre, des chercheurs avaient déjà publié une étude (BOARDMAN *et al.*, 1986) conduite selon les règles de l'art et qui situe entre 50 et 117 millions de dollars le coût de l'intervention gouvernementale pour l'ensemble des actionnaires. Puisque la SGF et la Caisse en détiennent 42,4% des actions votantes, les bornes inférieures et supérieures de leur part sont 21 et 49,6 millions, respectivement. Une analyse soignée aboutit donc à des estimations d'un ordre de grandeur très différent de celles que propose *Québec Inc.* (Encore faut-il admettre que la perte n'est pas négligeable pour autant.)

Monsieur Arbour suppose égaux le coût d'option du capital et le taux des dividendes et confond les effets de décisions de nature différente. L'analyse financière ne s'accommode pas de tels raccourcis. Il est donc difficile d'accorder une interprétation économique aux chiffres qu'il nous présente.

En ce qui concerne la société Univa (Provigo), monsieur Arbour estime qu'il est impossible de calculer le manque à gagner (p. 69). Cette affirmation n'est pas fondée : les techniques habituelles, utilisées avec succès pour l'étude du cas Domtar, auraient pu l'être dans celui-ci également. Par contre, le récit de l'auteur est parfois convaincant. Il semble bien que la Caisse ait commis une grave erreur de jugement en retirant sa confiance à l'équipe du fondateur, monsieur Turmel. Cette dernière avait fait ses preuves et ne méritait pas le renvoi.

Chacun sait que les analystes financiers, comme les comptables et les actuaires, ne portent que des jugements provisoires, fondés sur leurs prévisions d'un avenir aléatoire, qu'ils ajustent d'un exercice à l'autre. On ne connaît avec certitude le résultat d'une opération qu'une fois le résidu converti en espèces. Or, ce moment n'est pas arrivé pour Domtar, Univa et Ivanhoe (Steinberg). Par exemple, l'analyse des opérations qui ont entraîné la déconfiture de Campeau Corp. montre qu'elles ont été bénéfiques pour la société (KAPLAN, 1994), même si elles ont entraîné des coûts privés importants pour le promoteur et ses bailleurs de fonds. Ainsi, le désastre appréhendé pourrait être moins important que prévu et la condamnation de monsieur Arbour, si fondée soit-elle, ne peut être que provisoire.

Québec Inc. attaque vivement la création et la gestion du portefeuille des « participations », c'est-à-dire celui qui est constitué de titres émis par des sociétés dans lesquelles la Caisse entend jouer un rôle important. Peut-être ses critiques sont-elles justifiées, mais les données produites ne le prouvent pas. Pour tout portefeuille important, on peut dresser *ex post* une liste de placements qui ont perdu de la valeur

ou dont le rendement est inférieur à la moyenne. Mais l'incompétence du gestionnaire ne s'en trouve pas établie pour autant. Tout au plus a-t-on illustré la proposition triviale que la gestion se fait en univers incertain. L'habileté de l'équipe de gestion se mesure aux résultats obtenus sur l'ensemble des biens qui lui sont confiés. En l'occurrence, il faudrait comparer le rendement du portefeuille des participations à celui qu'obtiennent les gestionnaires de cette catégorie de titres, c'est-à-dire les spécialistes des entreprises de petite taille.

L'allocation d'actif et le rendement

Aux pages 73 et suivantes, monsieur Arbour examine les résultats de la gestion du portefeuille de la Caisse vendant les années 1988 à 1992. Malheureusement, le tableau VI (p. 76) ne porte que sur l'ensemble du portefeuille sans égard aux choix de catégories de titres, activité que l'on désigne généralement sous le vocable « d'allocation d'actif ». Elle s'oppose à celle de « choix de titres ». Or, la première est fort importante : elle explique une plus forte proportion du rendement que la seconde. Mais, dans le cas particulier de la Caisse, les données sont d'interprétation difficile. En effet, selon le tableau V (p. 74), la Caisse administre les avoirs de douze déposants aux responsabilités disparates : versements de rentes de retraite, compensations aux victimes d'accidents d'automobile ou d'insolvabilité d'institutions financières, etc. Présument, chacune de ces organisations impose au gestionnaire des contraintes et préférences qui lui sont propres. Dès lors, ce dernier ne peut sélectionner à sa guise ni les titres ni les catégories de titres. En d'autres mots, l'allocation de l'ensemble de l'actif de la Caisse résulte de l'interaction des choix et préférences d'agents économiques divers et n'a pas de signification particulière. Une comparaison correcte aurait supposé que ne soient mis en rapport que des résultats de caisses de retraite. Les portefeuilles de sociétés d'assurance, par exemple, devraient être comparés à ceux d'entreprises similaires. Enfin, il aurait été plus révélateur de répartir les différences entre leurs diverses sources : allocation d'actif et choix de titres, par exemple.

L'analyse de monsieur Arbour ne traite que du rendement du portefeuille, sans égard à la volatilité. Certes, la première dimension est importante. À l'échelle des neuf autres provinces, une différence de cent points centésimaux du taux de rendement allège d'un milliard de dollars le fardeau des contributions (Conseil consultatif du Régime des pensions du Canada, 1993).

Mais l'exercice auquel se livre l'auteur, à la page 76, consiste à situer deux points dans un espace à deux dimensions, le rendement et le risque. Le premier représente la combinaison rendement-risque de la Caisse et le second, celle d'un portefeuille de référence. (L'auteur confie ce deuxième rôle à l'univers des organisations qui fournissent leurs données à la maison SEI.) Or, on ne mesure ici qu'une dimension, le rendement. Le risque n'est pas évalué et ne fait pas l'objet d'une hypothèse explicite. Dans ces conditions, on ne sait rien des positions relatives des deux

points. On ne peut donc prétendre avoir évalué avec précision la performance des gestionnaires⁵.

Le tableau de l'évolution des frais de gestion (p. 79) suggère une tendance inquiétante: ces derniers augmenteraient plus rapidement que l'actif. Toutefois, cette observation est compatible avec un nombre infini d'hypothèses dont les plus plausibles sont les suivantes. La taille de la Caisse est telle que cette dernière est maintenant entrée dans la phase des rendements marginaux décroissants ou même négatifs. Mais il est également possible que les nouvelles catégories de titres qu'elle acquiert, par exemple, les placements étrangers et le parc immobilier, entraînent une hausse des dépenses. Peut-être le coût des facteurs de production a-t-il augmenté au cours de la période? Enfin, on ne peut écarter *a priori* la possibilité que la hausse résulte d'un choc aléatoire et ne soit pas statistiquement significative. Monsieur Arbour ne semble retenir que le premier diagnostic, sans autre forme de procès. Bien que les études de portefeuilles de taille plus modeste ne suggèrent en rien des déséconomies d'échelle importantes (MARTEL *et al.*, 1991), il en conclut qu'il y a lieu de scinder l'organisation. Ce jugement est prématuré et nous l'examinerons ci-après. On ne saurait résoudre le problème à moins d'une estimation de la fonction de production de la Caisse. En d'autres mots, aussi longtemps que l'on ignore les sources des variations de coût, on ne peut affirmer que les données produites appuient le projet de scission et l'on ne peut écrire C.Q.F.D.

Bien que l'auteur se défende de chercher un règlement de compte, certains passages de son livre sentent la poudre. D'autres laissent entendre que les ressources du secteur public québécois ont servi d'hélium pour gonfler l'ego de politiciens bien connus. De toute évidence, en diverses circonstances ils ont été saisis du vertige qui a fait trébucher les leaders de Campeau Corp. et d'Olympia and York. Au moins, ces derniers n'ont entraîné dans leur chute que ceux qui voulaient bien les suivre. Les gestionnaires du secteur public n'ont pas le mérite d'assembler l'épargne, mais utilisent plutôt le pouvoir coercitif de l'État pour conscrire les ressources qu'ils mettent en jeu. Ce constat suggère la modestie et la prudence, qualités qui, à l'occasion, ont peut-être fait défaut à certains politiciens. Par ailleurs, s'il fallait mettre au rancart toutes les institutions publiques ou privées dont les dirigeants se laissent griser par le pouvoir, combien pourrions-nous en conserver?

La régie des entreprises

Les propos importants de monsieur Arbour sur ce sujet se trouvent aux chapitres II et suivants, qu'il consacre à la régie des sociétés. À cet égard, l'ouvrage est utile et s'adresse aux politiciens plutôt qu'aux gestionnaires du secteur public. Ses leçons

5. Sur ce sujet, voir l'annexe.

portent sur les prises de contrôle gouvernementales, les objectifs des sociétés d'État, la régie de la Caisse, la régie des sociétés privées et les abris fiscaux.

Les prises de contrôle par l'État

Les aventures Domtar et Asbestos, telles que racontées par monsieur Arbour, soulèvent d'importantes questions quant au principe et quant à la méthode des prises de contrôle par l'État.

Examinons d'abord le principe. Le gouvernement peut acquérir tous les droits de vote d'une société, comme il l'a fait lors de la nationalisation de l'électricité, ou n'acheter que la partie qui lui semble nécessaire pour atteindre ses fins, comme il l'a fait pour l'amiante. Appelons prise de contrôle, ou encore, acquisition partielle, ce deuxième type de transaction, qui s'oppose au premier, une acquisition globale. Cette dernière peut être inefficace, mais, au moins, elle n'est pas inéquitable en ce sens qu'elle répartit les coûts et les avantages sur l'ensemble des contribuables. L'acquisition partielle pose un problème éthique. Lorsque l'État juge nécessaire une acquisition ou une prise de contrôle, il faut, de toute nécessité, qu'il souhaite imposer à l'entreprise des objectifs « sociaux » ou autres que les propriétaires, laissés à eux-mêmes, n'auraient pas retenus. La nouvelle orientation se paiera par une augmentation du risque ou une décroissance des profits, et se traduira par une décote des actions (ECKEL *et al.*, 1986). Est-il juste de forcer les seuls actionnaires minoritaires de la société visée à porter ce coût d'option, qui est de même nature qu'une taxe spéciale perçue de ceux qui ont le malheur d'avoir sélectionné un titre avant le gouvernement? À tout le moins, devrait-on leur permettre de se retirer s'ils le souhaitent, c'est-à-dire étendre l'offre d'acquisition à tous les investisseurs.

Cette dernière considération pose le problème de la méthode qu'utilise le gouvernement. On sait qu'une prise de contrôle peut se faire par offre privée, qui comprend les achats en bourse. Elle est permise par la loi des valeurs mobilières lorsqu'elle s'adresse à un nombre restreint d'actionnaires et que la prime ne dépasse pas 15%. C'est là une exception au principe général d'égalité de traitement pour tous les porteurs de titres d'une même catégorie. Or le phénomène des prises de contrôle est bien connu. On sait que l'annonce d'une telle opération est anticipée par le marché et précédée d'une hausse appréciable des cours. Lorsque l'offre annoncée ultérieurement est publique, tous ceux qui l'acceptent reçoivent la prime offerte. Lorsqu'elle est privée, les vendeurs reçoivent la prime, mais les actionnaires laissés pour compte voient descendre la valeur de leur avoir. Cette baisse est plus forte lorsque l'acquéreur est un gouvernement (SMITH et AMOAKO-ADU, 1993). Dans ces conditions, il y a lieu de se demander non seulement s'il est équitable pour un gouvernement de procéder à des acquisitions partielles, mais encore s'il est légitime de le faire par offre privée. Monsieur Arbour juge intolérable la conduite des autorités. Force nous est de lui donner raison. Ironie douce mais coûteuse, seul un gouvernement « nationaliste »

pouvait se permettre d'offrir une prime, peut-être trop élevée⁶, à l'actionnaire américain et d'en exclure les épargnants québécois, comme on l'a fait pour Asbestos.

Une dernière question se pose à l'égard des prises de contrôle par l'État. Monsieur Arbour rappelle l'acquisition de Gaz Métropolitain, réalisée de concert par la Caisse et Soquip (p. 65). S'il y a lieu, parfois, de douter de la rentabilité sociale des transactions conçues par nos stratèges, il est encore plus difficile de justifier celle d'une entreprise de service public. On sait que ces dernières sont déjà entièrement réglementées et qu'aucun détail de leur activité n'échappe à l'œil paternel du gouvernement, qui fixe d'ailleurs le taux de rendement qu'elles peuvent en tirer. Dans ces conditions, quel peut être l'objectif d'une prise de contrôle? De plus, l'État se place dans une situation de conflit d'intérêts qu'on jugerait inacceptable chez tout autre agent économique. En effet, son rôle de régulateur lui impose d'arbitrer les conflits entre producteurs et consommateurs parce que le monopole qu'il confère aux services publics laisse la clientèle sans la protection de la concurrence. En conséquence, il se réserve le droit de limiter leurs profits. Par ailleurs, son rôle d'investisseur de fonds de retraite lui impose d'en tirer le rendement le plus élevé possible, compte tenu du niveau de risque jugé tolérable. Comment les consommateurs seront-ils jamais certains que l'État-Caisse ne domine pas l'État-Régie? Comment les futurs retraités seront-ils convaincus que l'État-Régie ne pénalise pas indûment l'État-Caisse⁷? Il semble assez clair que l'État et ses créatures devraient éviter les prises de contrôle (ou acquisitions partielles) de services publics.

Les objectifs des sociétés d'État

Entraînés par leurs promesses, les politiciens et leurs éminences grises confient aux sociétés de la Couronne des objectifs multiples. Ainsi, la Caisse devrait non seulement gérer les sommes mises en dépôt chez elle mais «être l'instrument privilégié de la transformation à long terme de la structure industrielle du Québec» (p. 20). Hydro-Québec, de son côté, doit produire de l'électricité et subventionner les alumineries. Ces prescriptions tiennent de l'anthropomorphisme le plus naïf. On imagine qu'une personne morale peut poursuivre des objectifs aussi variés et subtils qu'une personne physique. Mais il n'en est rien. Une organisation, fût-elle entreprise, syndicat ou corporation professionnelle, est un outil dédié à la défense des intérêts de ses membres. Lui imposer une autre fonction ne sert qu'à la dérégler. De plus, les objectifs multiples rendent impossible la mesure de performance, à moins que ne soit annoncé à l'avance le poids relatif de chacun d'entre eux. En général, on ne le fait pas, et la Caisse n'a pas fait exception. Par conséquent, c'est le manque de rigueur des

6. En cela, le gouvernement québécois n'a été qu'un imitateur du canadien, qui a dilapidé les fonds publics à l'achat de la société Petrofina.

7. Les données de ECKEL et VERMAELEN (1986) suggèrent que «l'effet Caisse» est dominant.

ministres qui se sont succédé à la barre qui explique, non pas l'insuccès relatif de certaines opérations, mais plutôt le fait qu'on s'y soit engagé. Quoi qu'il en soit, la «mission» annoncée par la Caisse, à la première page de son rapport annuel 1993, ne porte que sur le placement et la gestion de fonds, nonobstant la mention pléonastique obligée d'une contribution au dynamisme de l'économie du Québec (Caisse de dépôt et placement du Québec, 1993.) Serait-ce le commencement de la sagesse?

La régie de la Caisse

L'auteur reprend une opinion qui a cours depuis longtemps, à savoir que la Caisse devrait être scindée. Cette hypothèse a été écartée du revers de la main par ceux qui ont «développé un sentiment de paternité» envers l'institution. De façon plus raisonnable, monsieur Arbour pose le problème sur deux plans. En premier lieu, il évoque l'argument d'efficience: la Caisse aurait épuisé toutes les économies d'échelle et serait maintenant entrée dans la phase des rendements décroissants. Cela est possible, mais la démonstration n'a pas été faite. L'argumentation ne saurait être convaincante à moins de reposer sur une analyse approfondie des données et une comparaison avec les investisseurs institutionnels de taille comparable. Pour le moment, nous ne savons pas ce que suggérerait une telle étude. Peut-être a-t-elle déjà été conduite? L'analyse rudimentaire de l'auteur n'en tient pas lieu.

À la page 80, l'argumentation est placée sur un second plan, celui des principes. Selon monsieur Arbour, les clients de la Caisse devraient bénéficier de la concurrence et devraient avoir la possibilité de choisir le gestionnaire de leur épargne. Le principe est incontestable (du moins pour les économistes), mais ne peut servir de guide à l'action, à moins qu'on en fixe le cran d'arrêt. Les possibilités de choix s'appliqueraient-elles individuellement, par exemple, aux employés du gouvernement, ainsi qu'aux travailleurs de la construction? Souhaite-on plutôt remettre le choix aux dirigeants de leurs organismes, comme les régies et commissions? Dans le premier cas, il y aura sans doute effritement de l'épargne forcée et l'on voudra contrôler les régimes, ce qui n'est pas de très bon augure pour ceux qui se préoccupent d'efficience et de liberté de choix. Dans le second, on aura simplement transféré le contrôle des portefeuilles des gestionnaires de la Caisse à ceux des organismes-déposants. A-t-on de bonnes raisons de croire que ces derniers seront plus compétents, plus intègres, plus soucieux des intérêts des membres ou moins sensibles aux remontrances des politiciens que les employés de la Caisse? La réponse ne semble pas évidente. Est-ce que le faible accroissement de l'aire de liberté de choix obtenu en retour de la scission en justifie le risque?

Il y a lieu de distinguer entre la structure de régie de la Caisse et l'usage qui en a été fait.

Présentement, la Caisse est dirigée par un conseil de onze membres nommés par le gouvernement. Il comprend, outre les chefs de la direction et de l'exploitation,

deux sous-ministres et trois autres grands commis de l'État québécois. Ce dernier s'y est donc réservé une influence prépondérante. On peut d'abord se demander si le gouvernement ne se met pas en situation de conflit d'intérêts en asservissant ainsi la direction de l'un de ses principaux prêteurs. À supposer que certaines négociations se soient bien déroulées comme le décrit monsieur Arbour à la page 28, on peut croire que le gouvernement du Québec ne s'impose pas, à l'égard des transactions en question, des normes aussi sévères que celles qu'il fait peser, par exemple, sur les sociétés privées d'assurance.

La séparation récente du poste de président et chef de la direction de celui de président et chef de l'exploitation apparaîtrait sans doute comme une amélioration aux chercheurs du domaine de la régie des entreprises. En effet, on est généralement d'avis que l'ordre du jour peut être différent et les débats plus vigoureux et productifs lorsqu'ils ne sont pas contrôlés par un cadre dont les décisions doivent être évaluées par le Conseil. Il n'est pas certain que cette proposition résiste à la vérification, mais, tout au moins, aurait-elle mérité examen⁸.

Monsieur Arbour déplore vivement qu'un certain président et directeur général, aujourd'hui politicien, ait jugé bon de recevoir ses instructions⁹ directement du ministre des Finances (p. 26). Il a raison. Si le gouvernement n'avait plus confiance en ses représentants, il devait les remplacer plutôt que de recourir à une pratique administrative, par ailleurs inefficace, qui a provoqué la démission justifiée et fracassante d'un membre du Conseil. Le public ne s'est pas ému outre mesure parce que le démissionnaire était un ancien ministre du parti adverse. Ce désabusement est le prix exorbitant des passages successifs de la fonction publique à la fonction politique.

La régie des sociétés privées

En ce qui concerne la régie des entreprises du secteur privé, *Québec Inc.* aborde plusieurs sujets intéressants: les actions non votantes, la composition des conseils d'administration et la rémunération des cadres.

L'hypothèse la plus plausible, en ce domaine, suggère qu'aucun des mécanismes de régie d'entreprise ne résulte d'une génération spontanée. Ils ont été inventés «par le marché» afin de résoudre un problème quelconque. La conception d'une réglementation dont les effets secondaires ne soient pas plus dommageables que l'abus initial suppose que l'on identifie d'abord le problème original. Ce type d'analyse n'intéresse pas monsieur Arbour, qui règle les «abus du système» en seize pages (chapitre V). C'est dire qu'il n'articule aucune solution.

8. Faute d'information, nous ne portons pas de jugement sur le choix des personnes, mais seulement sur la scission d'un poste.

9. Notons que cette version des faits est contestée par M. PELLETIER (1989, p. 184).

Considérons, par exemple, le cas des actions à droit de vote restreint. Monsieur Arbour affirme que « ce système est propre au Québec » (p. 136). Selon certains chercheurs (JOG et RIDING, 1986), elles représentaient environ 10 % de la valeur globale des actions de la Bourse de Toronto en 1983. La Bourse de New York, qui les a longtemps proscrites, a révisé sa politique à ce sujet. Il est peut-être un peu court de conclure qu'elles sont une anomalie, un simple instrument d'exploitation des petits actionnaires par les plus importants. Il est vrai que les actions à vote restreint accentuent le divorce entre la propriété et le contrôle des entreprises. Mais est-il inconcevable que leur existence ait été bénéfique pour l'ensemble des investisseurs ? À supposer qu'un actionnaire important dispose d'un rapport de force, face aux gestionnaires, qui lui permette de défendre ses intérêts propres, il protège également — sans le rechercher nécessairement — ceux des autres copropriétaires. Par conséquent, on ne peut affirmer, sans autre recherche, que les actions subalternes ne sont d'aucune utilité.

Les petits investisseurs et gestionnaires de portefeuille, qui n'ont que faire d'un droit de vote qu'ils ne jugent pas utile d'exercer, achètent les actions subalternes en connaissance de cause parce qu'elles peuvent être un peu moins coûteuses et plus liquides, mais plus volatiles que celles qui jouissent d'une participation entière (JOG et RIDING, 1986 et 1989). À supposer qu'il soit utile d'imposer une réglementation supplémentaire à cette catégorie de titres, peut-être pourrait-on en contrôler plus rigoureusement la transmission par décès, fixer une date d'échéance, assurer une représentation minimale au conseil d'administration, assortir leur émission d'une forme de vote cumulatif, etc. Aucune de ces options n'est considérée par monsieur Arbour.

Les abris fiscaux

Le chapitre IV traite des abris fiscaux. L'auteur souhaite éclaircir la question, à savoir si les avantages accordés aux investisseurs produisent des manques à gagner considérables pour l'État québécois et, par conséquent, nuisent aux gagne-petit (p. 123). Le lecteur attend donc une forme d'analyse avantages / coûts plus ou moins approfondie de ces programmes gouvernementaux. Il reste sur sa faim. Les données qu'on lui offre se ramènent à quelques informations sommaires sur les montants investis et les dégrèvements fiscaux qu'ils ont entraînés. L'estimation des coûts est partielle: elle ne prend en compte que les recettes du gouvernement, sans égard à celles des autres secteurs de l'économie, comme les ménages. Il existe plusieurs études des coûts et des effets de ces programmes fiscaux¹⁰. Monsieur Arbour ne les

10. Voir SURET (1990) et KRYZANOWSKI et SIM (1988). L'analyse de Suret a été reprise dans SURET (1993).

mentionne point. S'il les juge inutilisables, il aurait été utile qu'il nous en signale les faiblesses.

Notons aussi que l'auteur pose implicitement l'hypothèse que les avantages des programmes fiscaux sont nuls. Tous, y compris ceux qui estiment que leur gain net est rarement positif, ne jugeront pas l'hypothèse de travail acceptable. Par exemple, le Fonds de solidarité de la Fédération des travailleurs du Québec doit son existence aux avantages fiscaux accordés à ses membres. Est-ce que cette institution serait viable par ses propres moyens? Seule l'expérimentation permettrait de connaître la réponse à cette question. Encore faudrait-il qu'elle fût juste: toutes les institutions financières devraient être taxées à partir des mêmes formules. Il est peu probable que la dimension et les autres caractéristiques du portefeuille du Fonds ne s'expliquent pas d'abord par le conditionnement fiscal qu'on lui accorde. Ou encore, on observe que certaines sociétés dont le financement a été favorisé par le Régime d'épargnements du Québec ont survécu à l'hécatombe. Sans doute ont-elles pu atteindre une valeur boursière plus grande qu'elles ne l'auraient fait autrement. Cet excédent doit être défalqué des coûts. À cette condition seulement pourra-t-on dégager un solde qui permette de guider l'action future. Comme monsieur Arbour, je ne doute pas qu'il soit déficitaire, mais encore faut-il le démontrer.

Les abus de l'État

En cours de route, monsieur Arbour décrit un certain nombre de comportements loufoques ou inquiétants. Si le contribuable n'en devait défrayer le coût, il trouverait amusant l'affairisme de certains de ses employés qui surveillent la prospection pétrolière... en Alberta (p. 101), se portent acquéreurs du site de la piste de course de Blue Bonnets (p. 107) ou rêvent d'atterrir à Paris dans un avion de Québécoir qui porterait la fleur de lys sur sa queue (p. 91). Tous ces placements, ou leur équivalent, sont accessibles aux contribuables québécois, si cela leur chante. Il n'est donc pas utile que leurs gouvernements municipal, provincial ou fédéral les contraignent à s'en porter acquéreurs. Par ailleurs, il n'est pas rassurant de voir les commis de l'État se concerter afin de franchir les limites maximales que la loi imposait à leurs placements (p. 57). Le contribuable paie donc des fonctionnaires pour conclure indirectement des transactions qui leur sont directement défendues. De la conduite de certaines opérations que décrit monsieur Arbour se dégage l'impression que plusieurs représentants du gouvernement du Québec ne se jugent pas, à ce titre, assujettis aux contraintes qu'ils imposent au commun des mortels. Est-ce la marque de gouvernements qui contrôlent une part si importante du produit national qu'ils ne savent plus mettre de limite à leur action et se croient investis de la mission de régir tout le budget de chacun des ménages?

*
* *
*

Ce livre a malheureusement reçu plus d'attention que d'attentions. La recherche est déficiente; le correcteur d'épreuves s'est contenté d'une lecture rapide; on n'y retrouve pas d'index. Malgré tout, il soulève courageusement des questions importantes et constitue un progrès sur l'ouvrage de Mario PELLETIER (1989), une apologie qui n'apprend rien à celui qui a feuilleté les journaux du Québec depuis 1960. La plupart des hypothèses et interprétations de monsieur Arbour sont plausibles, mais aucune ne fait l'objet d'une démonstration convaincante.

L'accueil réservé à *Québec Inc.* par les médias a été caractérisé par une absence totale d'esprit critique. Peut-être cette réception fait-elle toucher du doigt une caractéristique importante de la vie au Québec et au Canada: la faiblesse de l'information économique qu'on offre à leurs habitants.

Jean-Marie GAGNON

*Département de finance et assurance,
Université Laval.*

ANNEXE 1

Esquisse d'une analyse des taux de rendement de la Caisse

La décomposition des rendements de la Caisse suppose une analyse en plusieurs étapes.

Il faut d'abord répartir le portefeuille global entre les divers déposants et soustraire à l'analyse les sous-portefeuilles dont les gestionnaires donnent à la Caisse des directives très précises. Plus ces contraintes sont rigides, moins les résultats peuvent être imputés au personnel de la Caisse.

Les résultats des portefeuilles retenus peuvent être comparés à ceux d'entités similaires. Par exemple, les portefeuilles d'assurance peuvent être comparés à d'autres sociétés d'assurance assujetties à des contraintes de même nature et la performance des fonds de retraite peut être comparée à celle qu'ont obtenue d'autres régimes. Il existe des modèles, certes fragiles, qui permettent de tenir compte à la fois du rendement et du risque. Enfin, il est possible de mesurer la source, l'ampleur et le niveau de signification des écarts de rendement entre un portefeuille et ceux de ses concurrents.

Il n'est pas étonnant que monsieur Arbour n'ait pas eu accès aux renseignements détaillés que supposent ces analyses, mais il l'est qu'en leur absence, il ait jugé possible et juste de porter un jugement ferme.

BIBLIOGRAPHIE

- L'actualité, « Le pamphlet dévastateur d'un ex-directeur de la Caisse », *L'actualité*, 18, 14, 15 septembre, 1993 25-26.
- L'actualité, « Un dossier gagnant », *L'actualité*, 19, 8, 15 mai, 4, 1994

- ARBOUR, Pierre, *Québec inc. et la tentation du dirigisme*, Montréal-Paris, L'Étincelle éditeur.
1993
- BOARDMAN, Anthony, Ruth FREEDMAN et Catherine ECKEL, « The price of government ownership, a study of the Domtar takeover », *Journal of Public Economics*, 31 : 269-285.
1986
- Caisse de dépôt et placement du Québec, *Rapport annuel 1993*, Montréal, Caisse de dépôt et placement du Québec.
1993
- Conseil consultatif du Régime de pensions du Canada, *Rapport du comité sur le fonds de placement du Régime de pensions du Canada. Mai 1991*, Ottawa, Ministre des approvisionnements et Services Canada. (N° de cat. H76-74 / 1991.)
1993
- ECKEL, Catherine et Theo VERMAELEN, « Internal regulation : the effects of government ownership on the value of the firm », *The Journal of Law and Economics*, XXIX, octobre, 381-403.
1986
- JOG, Vijay et Allan RIDING, « Market reactions of return, risk and liquidity to the creation of restricted voting shares », *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 6, 1, janvier-février, 62-72.
1989
- JOG, Vijay et Allan RIDING, « Price effects of dual-class shares », *Financial Analysts Journal*, janvier-février, 58-67.
1986
- KAPLAN, Steven N., « Campeau's acquisition of federated post-bankruptcy results », *Journal of Financial Economics*, 35 : 123-136.
1994
- MARTEL, Jean-Marc, Nabil KHOURY et Bouchra M'ZALI, « Comparaison performance — taille des fonds mutuels par une analyse multicritère », *L'Actualité économique*, 67, 3 : 306-324.
1991
- GOOLD, Douglas, « Québec Inc. and state capitalism », *The Globe and Mail*, January 19, B10.
1994
- KRYZANOWSKI, Laurence et Ah Boon SIM, « The performance of the Quebec stock savings plan, the individual investor's perspective », Working paper, Concordia University.
1988
- McKENNA, Barrie, « Damning view of Quebec Inc. », *The Globe and Mail*, Saturday, February 5, C 9.
1994
- NADEAU, Jean Benoît, « La Caisse cartes sur table », *L'actualité*, 18, 14, 15 septembre, 17-23.
1993a
- NADEAU, Jean Benoît, « Le Québec passe à la Caisse... Cartes sur table II », *L'Actualité*, 18, 15, 1^{er} octobre, 58-63.
1993b
- PELLETIER, Mario, *La machine à milliards*, Montréal, Editions Québec / Amérique.
1989
- Scotia McLeod, *Scotia McLeod's Handbook of Canadian Debt Market Indices 1947-1992*, préparé par Melanie MOORE, Toronto, ScotiaMcLeod.
1993
- SMITH, Brian F. and Ben AMOAKO-ADU, « Empirical analysis of exempt takeover offers on the Toronto stock exchange », *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 10, 4 : 344-352.
1993
- SURET, Jean-Marc, « Les initiatives québécoises dans le domaine de la capitalisation des entreprises : le point de vue des investisseurs », *Canadian Public Policy / Analyse des politiques*, 121-133.
1990
- SURET, Jean-Marc, « Une évaluation des dépenses fiscales et subventions dans le domaine de la capitalisation des entreprises », *L'Actualité économique*, 69, 2 : 17-40.
1993