



L'OFFICE  
D'INVESTISSEMENT  
DU RPC

---

**Réalités et possibilités dans le contexte actuel des placements  
en biens immobiliers et en infrastructures**

Allocution de

David Denison  
Président et chef de la direction  
Office d'investissement du RPC

The 2009 Schulich Perspectives Lecture  
29 octobre 2009  
Toronto (Canada)

SEUL LE TEXTE PRONONCÉ FAIT FOI

---

## **Introduction**

Bonsoir mesdames et messieurs. Je suis heureux d'être avec vous ce soir pour vous parler du contexte actuel des placements tel que le perçoit l'Office d'investissement du RPC. Je traiterai de la question en me concentrant sur deux catégories d'actif qui, si elles ne font pas nécessairement partie de votre portefeuille personnel, constituent une source de croissance importante pour la caisse du RPC et d'autres investisseurs des secteurs des régimes de retraite publics et privés. Je parle bien sûr des placements en biens immobiliers et en infrastructures, des composantes essentielles de notre mandat, qui est d'aider à constituer les prestations de retraite futures de 17 millions de Canadiens.

Avant de vous présenter mes observations sur ces catégories d'actif, je vais vous donner quelques informations générales sur l'Office d'investissement du RPC.

L'Office a été créé dans la foulée des fructueuses réformes du Régime de pensions du Canada (RPC) au milieu des années 1990, il y a à peine plus de 10 ans, à la seule fin de gérer l'actif de la caisse du RPC. Cet actif ne fait pas partie des fonds du gouvernement; il provient des cotisations des travailleurs et employeurs de toutes les provinces, à l'exception du Québec.

La caisse du RPC est colossale – 117 milliards de dollars au 30 juin 2009 –, comme Phil l'a souligné, pas seulement du point de vue canadien, mais aussi du point de vue mondial. Elle devrait atteindre 200 milliards de dollars d'ici cinq ou six ans et franchira largement ce cap ultérieurement.

L'Office a lui aussi pris beaucoup d'expansion depuis sa création il y a 10 ans. Nous sommes aujourd'hui un organisme de placement très diversifié comptant environ 535 employés, en poste surtout ici à Toronto, mais aussi dans nos bureaux de Londres et de Hong Kong.

Nous relevons d'un conseil d'administration professionnel indépendant ayant pour but de protéger nos activités de l'ingérence politique, et cette structure de gouvernance fonctionne exactement comme prévu depuis le début. Nous exerçons nos activités selon un mandat

purement commercial : maximiser le rendement des placements tout en évitant les risques de perte indus. Concrètement, cela veut dire que nous devons produire un rendement réel minimal de 4,2 % pour contribuer à la viabilité du RPC au taux de cotisation actuel. À cet égard, le Canada fait l'envie de la vaste majorité des pays, car l'actuaire en chef du Canada a systématiquement réaffirmé la viabilité du RPC pour toutes les périodes de 75 ans visées par ses prévisions. De ce point de vue, nous nous démarquons nettement de pays comme les États-Unis, où la sécurité sociale n'a pas encore subi de réforme et n'est de toute évidence pas viable en son état actuel.

L'un des principaux avantages de l'Office en tant qu'investisseur est son horizon de placement à long terme. La plupart des intervenants sur le marché, qu'il s'agisse de fonds communs de placement, de fonds de couverture, de gestionnaires de portefeuilles institutionnels ou autres doivent avoir de courts horizons de placement en raison de leur modèle de gestion, de leur mode d'évaluation et de leur mode de rémunération. Selon nous, la vaste majorité de l'imposant capital intellectuel consacré à la gestion de capitaux se concentre sur un horizon de placement de 0 à 24 mois. Par comparaison, la caisse du RPC nous permet de par sa nature d'adopter efficacement un horizon de placement de 75 ans pour nos décisions et nos résultats. Dans la pratique, bien sûr, nous ne prenons pas toutes nos décisions de placement en fonction d'une analyse sur 75 ans, mais nous pouvons nous concentrer sur des flux de rendement largement supérieurs à ceux de l'investisseur moyen.

Cet horizon de placement à long terme rend les catégories telles que l'immobilier et les infrastructures particulièrement attrayantes pour nous, puisque ce sont par nature des actifs de longue durée. Comme nous voulons acquérir et conserver ces actifs pour de longues périodes, nous sommes portés à investir directement sur les marchés privés plutôt que par l'intermédiaire de sociétés cotées ou de structures de fonds. En outre, les marchés privés de l'immobilier et des infrastructures sont beaucoup plus vastes que les autres marchés et nous permettent de répondre à nos objectifs d'échelle et d'exploiter l'avantage concurrentiel que nous confère notre taille. De plus, les placements directs nous permettent de négocier et de contrôler la structure de gouvernance de l'entité privée d'une manière qui ne serait pas possible avec une société ouverte. Bien sûr, pour réussir comme investisseur direct sur les marchés privés, nous devons avoir en

poste un personnel doté des compétences, de l'expertise et de l'expérience requises, ce qui a été l'un des principaux moteurs de notre croissance au cours des dernières années.

En tant qu'investisseur à long terme dans l'immobilier et les infrastructures, nous nous concentrons surtout sur les flux de trésorerie futurs que généreront sur de longues périodes les biens durables que nous acquérons. Comme tous les investisseurs, nous devons périodiquement faire établir la juste valeur de ces actifs, dont l'évaluation dépend de facteurs comme les taux de capitalisation ou les transactions comparables des sociétés ouvertes. Pour nous, cependant, le niveau et la certitude relative des flux de trésorerie futurs et le prix d'acquisition constituent les principaux critères de placement.

Et à cet égard, nous ne considérons absolument pas les biens immobiliers ou les infrastructures comme des catégories d'actifs homogènes. Il est évident, selon nous, que les hôtels et les immeubles de bureaux de base ne doivent pas être traités sur un même plan lorsqu'il s'agit d'examiner des placements ou de constituer un portefeuille. De même, il y a une nette différence entre le risque associé aux flux de trésorerie futurs pour un placement dans un centre commercial bien établi et dominant à Canterbury, en Angleterre, tel que celui que nous possédons, par exemple, et le nouveau centre commercial dans lequel nous investissons à Istanbul, en Turquie.

Il en va de même pour les infrastructures, une appellation qui regroupe un très vaste éventail d'actifs. Nous considérons très différemment les actifs comme les aéroports et les autoroutes à péage, généralement sensibles au PIB, et notre participation dans des sociétés de services publics essentiels comme Anglian Water Group, qui fournit de l'eau et des services de collecte des eaux usées dans le sud-est de l'Angleterre.

Nous tenons compte également de caractéristiques telles que le niveau d'endettement de la structure de capital de nos placements pour calibrer les risques auxquels nous nous exposons. Cette pratique nous a bien servis au cours des dernières années, en particulier parce que nous avons évité d'investir dans des structures comportant de forts niveaux d'endettement et avons pris l'habitude de nous retirer des enchères lorsque les prix atteignent des niveaux soutenus uniquement par un endettement sous-jacent extrême.

On nous demande souvent quels pourcentages de la caisse du RPC sont alloués aux placements dans les biens immobiliers et les infrastructures. Notre approche à cet égard diffère de celle de la grande majorité des gestionnaires de fonds en ce que nous n'attribuons pas de pondérations fixes aux biens immobiliers ou aux infrastructures. Selon nous, les pondérations fixes peuvent inciter à investir sans tenir compte de la conjoncture. Elles peuvent aussi conduire à faire le meilleur placement supplémentaire en infrastructures, par exemple, qui ne sera pas nécessairement la meilleure occasion de placement pour la caisse dans son ensemble, et entraîner des décisions non optimales pour respecter les pondérations fixes du portefeuille. Nous estimons que notre pratique, qui consiste à répartir les placements en infrastructures et en biens immobiliers selon leurs caractéristiques de risque et de rendement sous-jacentes et à constituer un portefeuille global selon ce principe, engendre des décisions de placement plus éclairées.

Penchons-nous maintenant sur nos placements immobiliers. D'abord, j'aimerais vous décrire brièvement notre portefeuille. Comme Phil l'a souligné plus tôt, notre programme de placements immobiliers a été mis en place il y a quatre ans et nous disposons maintenant d'une équipe de 35 professionnels en placement supervisant un portefeuille de biens immobiliers dont les placements en actions se chiffrent à 7,0 milliards de dollars et l'actif total, à 10,6 milliards de dollars. Nous avons de plus engagé 3,7 milliards de dollars pour des placements en actions encore non réalisés avec nos partenaires actuels. Sur le plan sectoriel, nous misons surtout sur les immeubles de bureaux et de commerce de détail ainsi que sur les propriétés industrielles dans certains marchés géographiques.

À l'Office, nous divisons le marché immobilier mondial en deux segments : les marchés développés et les marchés émergents. Du côté des marchés développés, nous nous concentrons sur les six marchés immobiliers les plus vastes et les plus transparents du monde : le Canada, les États-Unis, le Royaume-Uni, l'Europe occidentale, le Japon et l'Australie.

En Amérique du Nord, où nos placements immobiliers sont surtout détenus directement par l'intermédiaire de coentreprises, nous possédons actuellement une participation dans 44 propriétés totalisant plus de 26 millions de pieds carrés de superficie brute de location. Pour

vous donner une idée de l'ampleur de notre portefeuille canadien, nous sommes le plus gros locateur de bureaux de catégories A et AA à Edmonton et nous possédons près de 20 % des bureaux de catégorie A du centre-ville de Toronto. En ce qui concerne notre portefeuille de centres commerciaux, nous détenons une participation dans plus de 7,5 millions de pieds carrés d'immeubles de détail au Canada, qui vont de centres commerciaux régionaux aux mégacentres commerciaux.

Pour chacun de nos marchés cibles, nous cherchons de robustes partenaires locaux qui ont des connaissances et une expertise approfondies de leur marché. Contrairement à d'autres caisses de retraite canadiennes, nous agissons uniquement à titre d'investisseur et de gestionnaire de portefeuille, non à titre de gestionnaire immobilier, ce qui élimine le risque de conflits et nous confère plus de souplesse pour établir des partenariats.

Nous croyons qu'il y aura à l'avenir beaucoup d'occasions d'acquérir des biens immobiliers de grande qualité à prix attrayants, surtout aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Australie, vu les tendances qui se dessinent.

Nous constatons que le décalage entre le début du ralentissement économique et ses répercussions sur la demande des locataires commence tout juste à se faire sentir. Au cours des 18 à 24 prochains mois, le risque de refinancement considérable forcera les propriétaires de structures fortement endettées à mettre sur le marché des propriétés de haute qualité. De plus, la hausse des taux d'intérêt à court terme à mesure que l'économie émergera de la récession exacerbera le dilemme du refinancement pour de nombreux propriétaires immobiliers endettés.

Quant aux marchés émergents, nous croyons qu'ils peuvent procurer des occasions intéressantes dans le secteur des placements immobiliers étant donné leur croissance économique rapide et leur classe moyenne en expansion, moteurs d'un développement moderne de haute qualité. La nécessité de trouver de solides partenaires locaux partageant nos intérêts et nos principes est encore plus marquée que pour les marchés développés, vu le manque de transparence qui caractérise ces marchés. Nous avons donc décidé de nous concentrer sur quatre pays – le Brésil,

le Mexique, la Chine et la Turquie – dans un avenir rapproché, pour être un partenaire valable dans ces marchés et approfondir notre connaissance de leur fonctionnement.

Ces marchés posent néanmoins de multiples défis. Pour prendre le Brésil comme exemple, au début de 2008, lorsque nous avons commencé à analyser le marché et les partenaires potentiels, nous en avons conclu que les prix de l'immobilier au pays étaient en surchauffe en raison d'un afflux important d'investisseurs étrangers qui limitait aussi notre capacité de négocier les conditions avec d'éventuels partenaires.

Mais lorsque les marchés mondiaux ont sombré dans la crise l'an dernier, bon nombre de ces investisseurs étrangers ont battu en retraite pour s'occuper de problèmes chez eux, aux États-Unis ou en Europe. Avec la diminution des capitaux étrangers, la valeur des propriétés a commencé à baisser et les intervenants locaux sont devenus plus enclins à offrir des conditions de partenariat favorables. En tant que fournisseurs de capitaux à long terme « patients », nous avons vu là une occasion à saisir, car nous estimions que les paramètres fondamentaux des biens immobiliers du pays ne seraient pas touchés et que leurs perspectives à long terme demeuraient très bonnes. Par conséquent, nous avons profité du ralentissement économique pour unir nos forces avec une autre grande institution mondiale et former ensemble une coentreprise par l'intermédiaire de laquelle nous avons chacun engagé 250 millions de dollars américains auprès de Cyrela Commercial Properties, un promoteur brésilien de premier plan. La taille et les modalités de notre engagement permettront à l'entreprise de construire des immeubles de bureaux et de commerces de haute qualité, et d'éviter les structures de propriété fracturées auparavant prédominantes au Brésil.

Après ce tour d'horizon de notre programme de placements immobiliers, nous allons examiner certains aspects de la dynamique des placements dans les infrastructures.

Mais auparavant, j'aimerais vous décrire notre portefeuille d'infrastructures. Depuis le lancement de notre programme de placements en infrastructures en 2006, nous avons constitué une équipe de 23 professionnels en placement qui supervisent un portefeuille mondial de placements en infrastructures totalisant 5,9 milliards de dollars. Nous détenons des participations

importantes dans un éventail d'infrastructures, dont des réseaux de transport d'électricité et de gaz, des services publics de distribution d'eau, des autoroutes à péage et des fournisseurs de communications. Beaucoup de ces transactions étaient vastes et complexes et ont été rendues possibles grâce à l'expertise de notre équipe interne.

Cela vous donne une idée de notre portefeuille d'infrastructures actuel. Comme vous pouvez le voir, nous avons choisi de miser d'abord sur les placements directs dans les infrastructures privées à l'échelle mondiale.

Nous nous concentrons principalement sur les infrastructures bien établies (*brownfield*), par opposition aux infrastructures nouvelles (*greenfield*), pour lesquelles il existe un certain risque de construction. Nous recherchons des infrastructures bien établies, dotées de caractéristiques monopolistiques et situées dans des secteurs où le contexte politique, juridique et réglementaire est stable et prévisible. Les territoires les plus intéressants présentent les deux premières caractéristiques ainsi que des contextes de réglementation transparents et prévisibles pour chaque secteur.

Le système de réglementation idéal devrait prévoir des règles et des processus clairs pour établir le coût du capital, un examen périodique des taux réalisés de façon prévisible et indépendante, des mesures encourageant les économies d'efficacité pour les consommateurs, des tarifs indexés sur l'inflation, enfin et surtout, un droit d'appel pour les décisions auxquelles nous pourrions nous opposer en tant qu'investisseur.

Puisque les occasions de placement parmi les infrastructures existantes dépendent généralement du processus de privatisation, le fait d'établir en premier lieu un cadre de réglementation clair permettra à tout gouvernement envisageant la privatisation d'obtenir la meilleure valeur, étant donné que l'incertitude accroît toujours le coût du capital. De même, l'augmentation de la transparence et de l'efficacité de la réglementation pour les infrastructures existantes diminuera le coût du capital et réduira les prix pour les consommateurs.

En tant qu'investisseur dans les infrastructures, nous nous engageons à offrir à juste prix aux



consommateurs des services de haute qualité financés par des dépenses en immobilisations rationnelles et une efficacité de fonctionnement accrue, espérant en retour un juste rendement du capital investi.

Pour un organisme tel que le nôtre investissant dans les infrastructures mondiales, la taille constitue un avantage encore plus important que par le passé. De nombreux participants au marché, surtout ceux qui dépendent fortement de l'endettement, sont forcés de vendre des actifs dont la valeur a baissé. Ce phénomène est largement attribuable à la raréfaction des options de financement et au fait que les actifs continuent de perdre de la valeur. Il engendre néanmoins des occasions si l'on considère le nombre et la qualité des actifs en vente. Peut-être que, pour des raisons évidentes, le nombre d'acheteurs a diminué, ce qui nous place en excellente position pour profiter de la mise en vente progressive d'infrastructures de haute qualité.

Nous avons aussi tendance à voir ce qu'il a de plus intéressant dans le flux d'affaires internationales. Les gens savent que nous avons les liquidités et la patience requises pour contracter d'importants engagements de capital à long terme. Conjuguées, les possibilités à exploiter et les analyses approfondies nous aident à utiliser les placements dans les infrastructures de manière à contribuer de façon notable à accroître la valeur de la caisse du RPC.

Je vais vous parler brièvement d'un placement dans le secteur des infrastructures qui illustre mes observations. Au cours de l'été 2009, nous avons annoncé une importante transaction avec la société Macquarie, en Australie, visant l'acquisition de trois sociétés contrôlées par Macquarie Communications Infrastructure Group, ou MCG, pour un placement de 2 milliards de dollars. Nous avons en fait examiné – et tenté d'obtenir – certains de ces actifs auparavant. Il s'agissait d'une transaction imposante et complexe découlant du fait, très médiatisé, que MCG avait besoin de se recapitaliser et cherchait des moyens rapides de le faire. De plus, le vendeur avait besoin d'un acheteur disposé à endosser une partie de la dette de l'entreprise pour atténuer la dette liée à la transaction. Nous avons été en mesure de prendre en charge toute la transaction, ce qui a permis une conclusion beaucoup plus rapide et efficace au niveau des coûts – parce que nous avons les capacités internes de réaliser des transactions de cette ampleur. Un autre fait notable,

de notre point de vue, est qu'il a fallu à Macquarie sept ans pour acquérir ces actifs un par un, à des prix beaucoup plus élevés. En une seule transaction, nous avons acquis des actifs de nouvelle génération qui transforment notre groupe Infrastructures et mettent en évidence le fait que la patience peut être récompensée, et qu'elle l'est en effet.

### **Améliorer l'environnement des placements en infrastructures au Canada**

Tout d'abord, j'aimerais insister sur la nécessité d'établir un cadre stratégique pour encourager les placements dans les infrastructures du secteur privé. Il faut reconnaître l'incontournable aspect politique des placements dans les infrastructures. Ces derniers ne peuvent exister sans, primo, un engagement fondamental de la part des gouvernements à l'égard des actifs privatisés; secundo, un contexte réglementaire satisfaisant pour surveiller ces actifs après leur privatisation; tertio, un cadre cohérent et équitable veillant à ce que les investisseurs obtiennent des avantages à la mesure des risques qu'ils endossent.

Dans cette dernière partie, j'aimerais exprimer mes vues sur l'amélioration de l'environnement des placements dans les infrastructures au Canada. Pour beaucoup d'investisseurs institutionnels comme l'Office, l'inadéquation entre la politique publique et les occasions de placement est source de préoccupation. Au Canada, une foule d'occasions d'investir dans des biens immobiliers commerciaux attrayants nous sont offertes. Cependant, pour les infrastructures canadiennes, les occasions n'existent que pour quelques territoires. À l'échelle mondiale, les possibilités sont aussi limitées par des questions de politique.

Malgré la nécessité flagrante d'investir dans les infrastructures à l'échelle mondiale, un décalage fondamental persiste entre les besoins économiques et la capacité des investisseurs d'engager des milliards de dollars pour financer les infrastructures. C'est en définitive une question de politique.

Le déficit des infrastructures mondiales est bien connu; le même problème se pose au Canada. Certaines infrastructures essentielles vieillissent, se délabrent et doivent être remplacées. D'autres pays comme le Royaume-Uni, l'Australie et même, dans une certaine mesure, les États-

Unis ont une indéniable longueur d'avance sur le Canada à cet égard.

Si les décideurs canadiens acceptaient de privatiser ces actifs, les investisseurs comme l'Office et les autres grandes caisses de retraite publiques canadiennes seraient disposés à investir dans un contexte réglementaire adéquat. Nous croyons que l'Office est un partenaire intéressant et un bon investisseur pour ce genre d'actifs parce qu'il conservera ces placements pendant des décennies et est motivé à investir dans ces actifs à long terme.

Cela pourrait aussi constituer un puissant pôle d'attraction pour les capitaux mondiaux. De telles décisions stratégiques pourraient soutenir les caisses de retraite – notre responsabilité – en produisant des rendements de placement attrayants et améliorer la compétitivité économique en renouvelant les infrastructures vieillissantes – responsabilité du gouvernement. Nous croyons que les Canadiens pourraient aussi être plus réceptifs aux initiatives de privatisation s'ils savaient que ces investissements aideraient à alimenter leurs prestations de retraite.

Le gouvernement de la Colombie-Britannique s'est érigé en modèle pour ce qui est de favoriser l'investissement dans les infrastructures au Canada, et nous saluons sa démarche.

Mais il reste encore beaucoup à faire.

Les opposants aux partenariats public-privé soutiennent que les gouvernements peuvent obtenir de meilleures conditions d'emprunt que le secteur privé. Mais les présumés problèmes de coûts, comme le coût du capital, ne sont qu'une pièce du puzzle. Il faut aussi penser à gérer, à exploiter et à continuer d'investir et de moderniser ces actifs pour les décennies et les générations à venir.

Les investisseurs institutionnels à l'échelle mondiale sont désireux et capables d'investir dans de vastes projets d'infrastructure. Nous sommes quant à nous prêts à engager des sommes de l'ordre de 300 millions de dollars canadiens par projet pour des infrastructures canadiennes – même davantage, selon les circonstances. J'espère qu'on ne manquera pas cette occasion. Les capitaux trouvent toujours à être placés, mais si le cadre politique est peu invitant, il n'attirera pas les capitaux, contrairement à un cadre politique attrayant. Voilà la morale de l'histoire.



## **Conclusion**

Pour conclure, j'aimerais rappeler les points essentiels de mes remarques de ce soir.

Les placements en biens immobiliers et en infrastructures continuent d'occuper une place importante au sein du programme de placement de l'Office du RPC.

Les caisses de retraite canadiennes ont des compétences et des connaissances approfondies en ce qui concerne les placements dans ces secteurs. Les avantages comparatifs de l'Office lui permettent de prendre des décisions de placement stratégiques sous la perspective d'un investisseur à long terme de grande envergure.

Bien que certains signes de reprise se manifestent, nous maintiendrons notre approche patiente et disciplinée tout en continuant d'explorer les occasions de placements lucratifs dans les secteurs de l'immobilier et des infrastructures à l'échelle mondiale et au Canada.

Mais avant tout, nous restons fidèles à notre stratégie à long terme, qui consiste à soutenir la viabilité du Régime de pensions du Canada pour les décennies et les générations à venir, et à aider à constituer les prestations de retraite de 17 millions de Canadiens.

Je vous remercie de votre attention. Je suis maintenant prêt à entendre vos questions et vos commentaires.