

Le savant et la politique

L'évolution de la gestion des risques associés aux produits dérivés à la Caisse de dépôt et placement du Québec : les leçons de la crise de 2008

Lilia Rekik

Professeure

École des sciences de l'administration

TÉLUQ

Université du Québec

La Caisse de dépôt et placement du Québec a, depuis plus d'une décennie, une politique de gestion des risques. Cette politique ne l'a toutefois pas empêchée de réaliser des pertes record de 40 milliards de dollars en 2008, soit 25 % de ses actifs. Même si l'on a largement associé la crise de 2008 à la gestion des opérations sur le marché du papier commercial adossé à des actifs (PCAA) (Chant, 2009), le fait est que la Caisse a eu de la difficulté à gérer l'ensemble de ses activités sur les marchés dérivés. En effet, si la perte associée aux PCAA est importante avec 3,4 milliards de dollars, celle qui est liée aux produits dérivés l'est davantage avec un résultat défavorable de 15,6 milliards de dollars (Hanin et Rekik, 2012).

Dans le but d'améliorer ses pratiques de gestion des risques associés à l'utilisation des produits dérivés, la Caisse a mis en œuvre un plan triennal adopté par son conseil d'administration en 2008. Elle a suivi les recommandations de plusieurs instances de régulation et réglementaires, notamment celles de l'Autorité des marchés financiers (AMF), qui privilégient une approche de gestion des risques au sens large. Cet article fait état des mesures prises par la Caisse afin de renforcer sa politique de gestion des risques concernant ses activités sur les produits dérivés. L'évolution de ladite politique montre que la gestion des risques liés à l'utilisation de ces produits doit être envisagée non seulement sur le plan des outils de mesure et de contrôle du risque, mais également sur celui du modèle de gouvernance de l'institution.

1. L'utilisation des produits dérivés à la Caisse

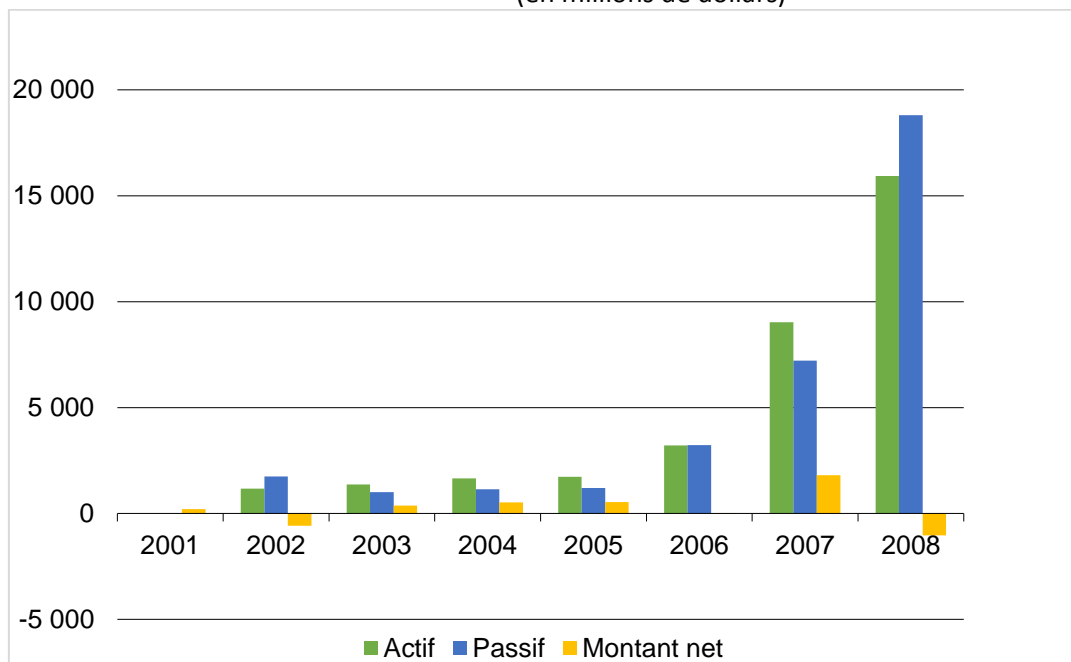
Les produits dérivés sont des instruments financiers dont la valeur dépend des performances d'autres actifs financiers sous-jacents tels que les actions, les taux de change, les taux d'intérêt, etc.

Les deux produits dérivés de base sont les options et les contrats à terme. Tous les autres types de produits dérivés sont soit une variante, soit une combinaison de ces derniers.

Le principal rôle attribué aux instruments dérivés est de permettre aux entreprises de transférer les risques qu'elles ne puissent ou ne veuillent assumer vers ceux qui peuvent ou veulent le faire. Mais les instruments dérivés peuvent également servir à des opérations spéculatives, où un pari sur le risque est réalisé. En fait, la valeur de ces instruments est fonction croissante de la volatilité des marchés et qui dit volatilité dit risque.

L'entrée en fonction d'Henri-Paul Rousseau, en 2002, a coïncidé avec l'utilisation massive des produits dérivés afin de contourner des rentabilités jugées anémiques (Rousseau, 2005). Comme le montre la figure 1, l'utilisation des produits dérivés est passée de 1,1 milliard de dollars en 2002 à près de 16 milliards de dollars en 2008.

Figure 1. L'utilisation des produits dérivés à la Caisse avant la crise
(en millions de dollars)



Source : Compilation de l'auteure à partir des rapports annuels de la Caisse 2001-2008

En plus, c'est sur des marchés opaques et risqués que la Caisse a concentré la majorité de ses contrats dérivés puisque 87 % de ces contrats sont échangés sur des marchés de gré à gré (CDP, rapport annuel, 2008, p.119).

2. L'évolution de l'encadrement des risques réservé aux produits dérivés après la crise

Depuis la crise de 2008, l'évolution de la gestion des risques associés à l'utilisation des produits dérivés s'articule autour de cinq axes.

a) L'abandon des produits dérivés « toxiques »

Les produits dérivés de gré à gré s'inscrivent dans le registre d'instruments financiers à haut risque de par leur complexité et leur manque de transparence. À partir de 2009, la Caisse a décidé de limiter l'utilisation de ces produits et d'abandonner ceux qui étaient jugés trop complexes. Quant aux PCAA, ils ont été regroupés en un seul portefeuille en janvier 2010, afin d'en assurer un meilleur suivi.

b) Raffinement de la méthodologie de la VaR

La valeur à risque – connue sous l'acronyme VaR (« Value at Risk ») - est une référence en matière de mesure du risque. Elle correspond, pour une organisation, à la perte maximale de valeur d'un actif, avec une probabilité et un horizon temporel donnés (Jorion, 2002). Dès 2009, la Caisse a affiné ses paramètres de calcul de la VaR en prenant compte d'événements extrêmes ignorés par le passé. De plus, la Caisse est passée d'une mesure mensuelle à une mesure quotidienne de cet indicateur, permettant ainsi d'accroître la qualité des données et l'efficacité des mesures de risque.

c) Renforcement des pratiques de tests de tension

Le test de tension (ou « Stress-testing ») est une mesure du risque qui permet d'évaluer les répercussions de circonstances exceptionnelles sur les rendements. Avant 2008, la Caisse avait recours à des tests de tension très rudimentaires, qui se basaient sur quelques événements « perturbateurs » (krach boursier de 1987, guerre du Golfe de 1999, etc.). Depuis 2009, elle renforce ses pratiques par l'intégration de nouveaux scénarios extrêmes tels que les événements du 11 septembre 2001, la crise financière de 2008 ou encore la crise d'endettement européenne. Des tests rétroactifs (ou « Back-Testing ») ont été instaurés à partir de 2010 à des fins de vérification *a posteriori* du modèle de la VaR, ce qui a pour conséquence d'assurer la qualité de mesure du risque.

d) Renforcement du modèle de gouvernance des risques

Parmi les changements majeurs constatés à la gouvernance de la Caisse, le comité de direction s'est vu attribuer la responsabilité du suivi des activités d'investissement et de la gestion des risques. Un sous-comité « risques opérationnels », ayant pour mandat d'approuver les mesures d'atténuation de ces risques et de suivre l'avancement des travaux portant sur cet enjeu, a été créé et placé sous le contrôle du comité de direction. Le risque opérationnel est composé d'éléments tels qu'une erreur de saisie ou de règlement des transactions, une défaillance des infrastructures technologiques ou des systèmes informatiques, un acte de fraude ou de détournement de fonds, une catastrophe naturelle, etc.

e) L'émergence d'une culture partagée de gestion des risques

Pour renforcer son modèle de gouvernance des risques, la nouvelle direction de la Caisse a également misé sur un programme de recrutement de gestionnaires spécialisés en cette matière : les experts-risques et les experts-métiers. Les premiers ont pour mandat la mise à jour continue des pratiques de gestion des risques, ainsi que le développement de nouvelles méthodologies et de nouveaux outils de gestion. Les seconds, ayant une connaissance approfondie des métiers

d'investissement de la Caisse, ont pour vocation première de suivre le risque des portefeuilles de leur secteur d'investissement. Tout au long de l'année, un dialogue se maintient entre ces experts, renforçant la gestion des risques dans l'organisation. De plus, la rémunération incitative des gestionnaires a été modifiée pour mettre l'accent sur le rendement ajusté au risque et favoriser le long terme. Depuis 2010, l'évaluation du rendement des portefeuilles ainsi que la prime de rendement sont calculées sur une période de quatre ans.

Conclusion

L'utilisation croissante et généralisée des produits dérivés à l'ensemble des portefeuilles de la Caisse est considérée comme l'un des facteurs ayant conduit à des pertes aussi importantes que celles réalisées en 2008, même si des mesures de contrôle des risques étaient présentes. Dans la nouvelle version de son modèle de gestion des risques, la Caisse suit plusieurs recommandations émanant d'organismes financiers reconnus comme l'AMF. Ce nouveau modèle inclut la mise en place d'une gouvernance intégrée des instruments dérivés, le recrutement d'un personnel compétent, une politique de rémunération privilégiant le long terme, la restriction, voire l'interdiction, de transiger sur certains instruments dérivés trop risqués ou trop complexes. Au-delà de l'affinement des outils quantitatifs de mesure de risque tels que la VaR ou les tests de tension, il semble que l'instauration d'une nouvelle culture de gestion des risques est une véritable préoccupation de la Caisse. En témoigne notamment la mise en œuvre de dispositifs visant à instaurer un dialogue rendement-risque entre les gestionnaires et l'équipe de gestion des risques. La Caisse semble devenir plus sensible au fait que la gestion des risques est un métier dont les dimensions humaines et organisationnelles sont, sans doute, au moins aussi déterminantes que la qualité des modèles de prévision ou de simulation.