

Les pratiques de la finance socialement responsable

États des lieux

Note de recherche no 2 sur la FSR

Louise Campeau, André Lacroix et Allison Marchildon
Avec la collaboration de Pascale Chavaz et Claude Dostie

Chaire d'éthique appliquée
Université de Sherbrooke
150, Place Charles-Le Moyne, bureau 200
Longueuil (Québec) J4K 0A8
450-463-1835, poste 61609
Chaire.ethique@usherbrooke.ca
<http://pages.usherbrooke.ca/cea/>

Table des matières

Introduction	5
1 Stratégies de la FSR	6
1.1 Placement tamisé	6
1.1.1 Critères d'exclusion et d'inclusion	6
<i>Critères d'exclusion</i>	7
<i>Critères d'inclusion</i>	9
1.1.2 Approche "best of sector"	11
1.1.3 Analyse multicritères	12
<i>Facteurs ESG</i>	13
<i>Autres exemples d'analyse multicritères</i>	14
1.1.4 Évaluation extra-financière	15
<i>Une pratique en évolution</i>	16
<i>Une pratique transversale</i>	17
1.1.5 Limites de l'évaluation extra-financière des placements	18
1.2 Activisme des actionnaires	21
1.2.1 Mécanismes de l'activisme actionnarial	23
<i>Exercice du droit de vote</i>	23
<i>Dialogue avec les entreprises</i>	24
<i>Proposition de résolutions d'actionnaires</i>	24
<i>Désinvestissement</i>	26
<i>Complémentarité des mécanismes</i>	26
1.2.2 Utilisateurs et finalités poursuivies	27
1.2.3 Limites de l'activisme actionnarial	29
1.3 Finance solidaire	32
1.3.1 Finance solidaire et FSR	35
1.3.2 Défis et limites de la finance solidaire	36
1.4 Capital de développement	38
1.4.1 Capital de développement et FSR	39
1.4.2 Capital de développement et finance solidaire	40
1.4.3 Défis et limites du capital de développement	40
2 Différentes typologies des stratégies de la FSR	42

3 Éthique et pratiques de la FSR	44
3.1 Les différentes "éthiques" des bailleurs de fonds socialement responsables	45
3.1.1 L'éthique des valeurs ou de la conviction	45
3.1.2 L'éthique de la fructification	45
3.1.3 L'éthique de l'impact ou des conséquences	46
3.1.4 L'éthique comme critère financier de sélection	46
3.2 Une perspective éthique pragmatique	48
Conclusion	49
Bibliographie.....	50

Introduction

Dans la deuxième de cette série de trois notes de recherche sur la finance socialement responsable (FSR)¹, nous aborderons les pratiques qui caractérisent ce courant financier. D'entrée de jeu, cette perspective nous conduit à indiquer que la plupart des auteurs et des acteurs² développent une typologie de la FSR en fonction des pratiques ou stratégies auxquelles recourent les bailleurs de fonds pour s'assurer que leur argent servira aux fins qu'ils ont choisies, ou, en d'autres termes, que soient respectées leurs préoccupations extra-financières. De façon générale, leur typologie se réfère à trois stratégies principales :

- 1) le placement tamisé;
- 2) l'activisme actionnarial;
- 3) la finance solidaire ou l'investissement communautaire.

À ces trois stratégies de base s'ajoute désormais une quatrième qui prend de l'ampleur chez certains acteurs et auteurs (Bourque et Simard, 2004; Gendron et Bourque, 2003; Déjean, 2005; AIR/SIO, 2009) :

- 4) le capital de développement.

Dans la présente note de recherche, nous nous attarderons sur chacune de ces quatre stratégies de la FSR. Puis, nous ferons état d'autres typologies de stratégies de la FSR présentées par certains auteurs ou acteurs du domaine. Dans un troisième temps enfin, nous proposerons quelques pistes de réflexion alternatives sur les pratiques de la FSR, et ce, dans une perspective éthique.

¹ Les appellations "finance socialement responsable" (FSR) et "investissement socialement responsable" (ISR) se recourent, mais nous avons pour notre part retenu l'emploi de la première.

² Dans le présent document, le genre masculin est utilisé sans aucune discrimination et uniquement dans le but d'alléger le texte.

1 Stratégies de la FSR

1.1 Placement tamisé

Le placement tamisé consiste à placer de l'argent dans des produits de placement ou des entreprises ayant fait l'objet d'un filtrage ou d'un tamisage en fonction d'un ou de plusieurs critères qui leur confèrent des caractéristiques socialement responsables. Ayant pour effet d'« inclure ou exclure de son portefeuille d'investissement les actions des entreprises selon que celles-ci répondent ou non à des critères sociaux, environnementaux ou éthiques » (Déjean, 2005, p. 27, tableau no 2), ce tamisage constitue ainsi un processus d'évaluation extra-financière.

Plusieurs façons d'évaluer les entreprises sont utilisées par les bailleurs de fonds socialement responsables et les divers acteurs de l'industrie de la FSR : critères d'exclusion, d'inclusion, approche "*best of sector*" ou analyse multicritères, dont principalement l'examen des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG). Initialement, l'évaluation consistait surtout à sélectionner des produits de placement sur la base d'un seul filtre négatif, notamment le tabac (AIR/SIO, 2009, p. 10). Cependant, à mesure que l'aspect socialement responsable de la finance a pris de l'ampleur au détriment de l'appellation "éthique", les critères d'inclusion se sont propagés, de même que l'approche "*best of sector*". Ce faisant, la finance socialement responsable laisse aujourd'hui un peu moins de place aux critères d'exclusion qui revêtent, aux yeux de plusieurs acteurs de la finance, un aspect moralisateur. Depuis quelques années, c'est au tour des critères ESG en lien avec les *Principes pour l'Investissement Responsable* (PRI) de s'imposer de plus en plus (Bourque et al., 2008, p. 28).

Dans ce qui suit, nous nous attarderons dans un premier temps sur les critères d'exclusion et d'inclusion, qui constituent la première génération du tamisage. Nous présenterons ensuite la deuxième et troisième génération, soit respectivement l'approche "*best of sector*" et l'analyse multicritères (Strandberg, 2005, p. 9-10).

1.1.1 Critères d'exclusion et d'inclusion

Les auteurs étudiés associent généralement les critères d'exclusion et d'inclusion uniquement à la stratégie de placement tamisé. Bien que ce soient en effet surtout des fonds de placement qui les utilisent, il semble aussi que certains fonds de capital de développement y ont parfois recours (AIR/SIO, 2009, p. 12). Alternativement désignés sous l'appellation "critères négatifs et

positifs", ces critères visent à évaluer les placements et/ou investissements selon des préoccupations religieuses, sociales et/ou environnementales en vue de les exclure d'un portefeuille ou de les y inclure.

Critères d'exclusion

Les critères d'exclusion, utilisés dès le début du XXe siècle par les groupes religieux états-uniens – d'abord protestants puis catholiques –, visent à exclure de leur portefeuille les entreprises produisant des biens ou services qui contreviennent à leurs principes, heurtant ainsi leurs croyances. Par exemple, le tabac, l'alcool, l'armement, la pornographie, ce qui pourrait favoriser la contraception ou l'avortement ainsi que « tout ce qui a trait à la violence » (de Prémont, 2001, p. 28) figurent généralement parmi les critères d'exclusion utilisés par cette catégorie de bailleurs de fonds³. À partir des années 1960, des groupes pacifistes commencent à faire appel à cette stratégie d'exclusion pour faire pression sur les entreprises qui ne respectent pas leurs valeurs (Loiselet, 2000, p. 5). Dans les années 1970, des fonds islamiques sont également institués, appliquant les principes de l'Islam et de la Charia (de Brito et al., 2005, p. 30-31; Déjean, 2005, p. 21; Loiselet, 2000, p. 4).

Aujourd'hui encore, la majorité des fonds de placement – en particulier les fonds états-uniens – utilisent des critères négatifs⁴. Leur application serait d'ailleurs très simple à mettre en œuvre et moins dispendieuse que d'autres processus d'évaluation (Friend White, 2005, p. 90; de Colle et York, 2009, p. 85-88)⁵. En Amérique du Nord, la stratégie du placement tamisé sur la base de critères négatifs serait la plus utilisée des stratégies de la FSR que nous ayons répertoriées (de Colle et York, 2009, p. 85-86; Bourque et al., 2008, p. 27; Louche et Lydenberg, 2006, p. 21-22). En Europe, on tendrait plutôt à réduire l'utilisation de tels critères, voire à l'éviter, puisque le recours à ces derniers serait perçu par les Européens comme « une approche trop étroite d'esprit et reliée à des principes moraux personnels qui s'avèrent inappropriés dans la sphère financière » (Louche et Lydenberg, 2006, p. 19).

³ Cf. Déjean, 2005, p. 21; Plant 2002, p. 3; Guay et al., 2004, p. 126; de Brito et al., 2005, p. 16; de Prémont, 2001, p. 27-28; Friend White, 2005, p. 88.

⁴ « *Negative screening is prevalent in SRI. Despite the critiques raised against the effectiveness of SRI screens, the fact remains that 88 % of the assets held by SRI funds are withheld from tobacco-related companies and 75 % are withheld from alcohol related companies (Social Investment Forum Industry Research Program, 2006)* » (de Colle et York, 2009, p. 87-88).

⁵ Cf. aussi Morand, 2002, p. 55-56 : « L'application d'un filtre négatif est simple, puisqu'elle se résume à éliminer ou à souspondérer certains titres dans un portefeuille ».

Lorsqu'ils sont rattachés à des considérations morales ou religieuses, les critères d'exclusion sont davantage associés à des fonds dits "éthiques" qui forment un secteur plutôt en marge des fonds socialement responsables (Strandberg, 2005, p. 9). D'ailleurs, de Brito et ses collaborateurs relient l'utilisation de ce type de critères à une certaine forme d'investissement socialement responsable (ISR) : « l'ISR éthique » qui a pour but premier une « plus-value éthique » et, en second plan, une « plus-value financière ». Il est situé en marge « du courant traditionnel de la finance » et suscite une « grande méfiance des acteurs des marchés financiers traditionnels », puisque « la recherche de la performance financière est secondaire » (de Brito et al., 2005, p. 17)⁶. Il reste que l'utilisation de critères basés sur des valeurs morales implique, par sa nature même, l'existence d'un « bassin stable de consommateurs loyaux ». Toutefois, nonobstant l'existence de tels consommateurs, ces valeurs peuvent également être prises en compte par le biais de critères positifs (Strandberg, 2005, p. 10).

Perspective critique

Dans les faits, les critères d'exclusion agissent surtout comme simple mode de sélection des entreprises, car l'évaluation qu'ils sous-tendent ne s'applique bien souvent qu'à la somme des revenus générés par les entreprises dans le ou les domaines d'activités interdits. Ces critères ne tiennent en effet aucunement compte des pratiques mises en œuvre dans ces entreprises. La plupart des fonds de placement socialement responsables fixent d'ailleurs pour chaque critère négatif un seuil de revenus que l'entreprise ne doit pas franchir. Par exemple, concernant le filtre associé à l'alcool, certains fonds établissent ce seuil à 5 % des revenus d'une entreprise, ce qui a pour effet qu'une entreprise, dont les revenus provenant de l'alcool atteignent 4,9 % du total de ses revenus, sera incluse dans le portefeuille, alors que celle qui atteint 5 % ou plus ne le sera pas (Sparkes, 2001, p. 198; Schwartz, 2003, p. 209).

Dans une autre perspective, certains auteurs sont convaincus que le filtrage négatif n'est pas justifiable sur le plan éthique :

conceptually, the use of negative screening is flawed as it rests on a modern version of the fact value dichotomy, a fallacy [...]. It can be expressed as the misguided idea that it is useful to distinguish between "objective facts" and "subjective judgments", and apply general, a priori criteria to assess the consequences of human action. As a consequence, current SRI offerings are selected with a flawed methodology and cannot accurately reflect the values and ethical beliefs they propose to represent (de Colle et York, 2009, p. 84).

⁶ Cf. aussi Deheuvels, 2006, p. 3.

Ces critères ne seraient pas « naturellement amoraux », mais plutôt « sociaux, religieux ou politiques » (Schwartz, 2003, p. 208). C'est la religion qui propose cette dichotomie « *saints and sinners* » à la base du filtrage négatif et, comme l'explique Hilary Putman : « *The worst thing about ... dichotomy is that in practice it functions as a discussion stopper, and not just as a discussion stopper, but as a thought stopper* » (cité par de Colle et York, 2009, p. 88). La méthodologie que suppose ce type de filtrage relève en effet d'« une vision trop sommaire pour être satisfaisante » (de Prémont, 2001, p. 27-28). Elle « n'offre pas les bons choix aux bailleurs de fonds, ne permet pas d'amorcer un dialogue efficace avec les entreprises qu'ils veulent influencer et ne permet pas d'identifier de façon appropriée les entreprises dont les comportements sont socialement responsables ou non ». Pour favoriser « l'adoption de pratiques socialement responsables [...], les fonds socialement responsables devront renoncer au trop facile critère fondé sur le produit » (de Colle et York, 2009, p. 93-94).

Critères d'inclusion

Le placement tamisé sur la base de critères positifs apparaît à la fin des années 1970⁷ : « Alors que la finance éthique se limitait à une approche punitive par le rejet de certains placements en fonction de critères moraux, un activiste américain, Leon Sullivan, propose une approche d'engagement » (Gendron et Bourque, 2003, p. 52). L'objectif visé par les placements socialement responsables n'est plus d'exclure les entreprises fautives, mais d'encourager les entreprises à adopter des comportements exemplaires. Cette évaluation positive, qui constitue « un tournant important » (Gendron et Bourque, 2003, p. 52) tend à harmoniser éthique et performance financière et « introduit une modification des critères qui s'intéressent [...] moins aux activités qu'au mode de fonctionnement des entreprises. Il s'agit d'inclure dans le portefeuille celles que l'on veut valoriser. L'investissement est désormais qualifié de responsable » (de Prémont, 2001, p. 28). Ainsi, dès leur élaboration en 1977, les *Principes Sullivan* agissent comme des critères positifs de sélection des entreprises mettant volontairement en œuvre des politiques d'emploi non discriminatoires en Afrique du Sud pour contrer l'apartheid. Notons que l'indice boursier *South Africa Safe Equity*⁸ mise sur cette

⁷ Alors que les *Principes Sullivan* élaborés en 1977 nous semblent avoir été les premiers critères positifs, notons que de Prémont soutient plutôt que « l'évaluation positive » apparaît au cours des années « 1980/1990 » (de Prémont, 2001, p. 27-28).

⁸ Une brève description de ce fonds créé en 1980 par une banque de Boston est présentée dans la section institutionnalisation du premier chapitre – portant sur l'historique – de la note no 1 sur la FSR (http://www.pages.usherbrooke.ca/cea/contenu/FSR-note_1-2012.pdf).

stratégie en mettant de l'avant ces principes (de Brito et al., p. 43, encadré no 3; Loiselet, 2000, p. 5).

Dans les années 1980, les préoccupations environnementales ainsi que celles relatives aux relations des entreprises avec leurs employés et la collectivité se manifestent par le biais de ce type de critères (Déjean, 2005, p. 61; de Brito et al., 2005, p. 16-17). À cet égard, de Brito et ses collaborateurs citent en exemple les « fonds "verts" » qui « font la promotion du respect de l'environnement », ainsi que les « fonds mettant en avant l'engagement dans un développement durable » (de Brito et al., 2005, p. 16-17). Apparaissent également à cette époque « les premières agences de notation éthique et les premiers indices boursiers utilisant des critères sociaux et environnementaux » (de Prémont, 2001, p. 28).

Les critères d'inclusion, aussi désignés sous l'appellation de "filtres positifs" ou de "filtres qualitatifs", visent ainsi à choisir des placements, des prêts ou des investissements dans des entreprises qui se démarquent des autres par des pratiques exemplaires en termes de responsabilité sociale (RSE). Ce type de critères favorise ainsi l'évaluation de la performance des entreprises afin de déterminer celles qui sont proactives sur ce plan selon diverses préoccupations, telles l'implication dans la communauté, les pratiques progressistes dans la gestion du personnel, la protection de l'environnement, le respect des droits humains, etc.

De Brito et ses collaborateurs associent l'utilisation de critères positifs à une seconde forme de FSR qui apparaît dans les années 1990, soit la FSR de performance qui vise à la fois une « plus-value financière et éthique » (de Brito et al., 2005, p. 17).

En misant sur les entreprises « que l'on veut valoriser », ce type d'évaluation cible le « mode de fonctionnement des entreprises », plutôt que ses produits (de Prémont, 2001, p. 27-28). Alors que les critères d'exclusion sont rattachés à l'investissement dit "éthique", les critères d'inclusion ouvrent la voie à l'investissement responsable. Ainsi, le tamisage positif ne relève pas d'« une démarche binaire, son application dépend non seulement de l'analyse extra-financière mais aussi de l'objectif poursuivi et des priorités particulières du gestionnaire de fonds. C'est à ce niveau que la rigueur éthique d'un portefeuille se joue et qu'il est important de pouvoir évaluer la compétence du gestionnaire de fonds traitant la question » (Morand, 2002, p. 55-56). Notons qu'une telle évaluation inclusive peut également être combinée au tamisage négatif, lequel s'apparente alors au boycottage (Morand, 2002, p. 54).

Perspective critique

Le *Social Investment Forum* (SIF) met toutefois en garde les bailleurs de fonds que le meilleur tamisage positif ne peut jamais certifier à 100 % que les entreprises dans lesquelles ils investissent leur argent sont « bonnes », c'est-à-dire qu'elles reflètent entièrement leurs « convictions morales, religieuses ou environnementales » (de Colle et York, 2009, p. 87). Notons par ailleurs que ce forum états-unien « ne reconnaît pas l'inefficacité du tamisage négatif à assurer les bailleurs de fonds que leurs valeurs personnelles se reflètent dans leur choix de placement » (de Colle et York, 2009, p. 87).

1.1.2 Approche "*best of sector*"

L'approche "*best of sector*" permet l'identification des entreprises réputées pour utiliser les meilleures pratiques au sein d'un même secteur d'activités. Ce type d'évaluation consiste donc à comparer entre elles les entreprises d'un même secteur d'activités économiques à partir de critères permettant de mesurer des résultats qualitatifs, tels que « l'amélioration effective des relations avec les employés, de l'équité en matière d'emploi » et/ou quantitatifs, tels que « les ressources financières, humaines, matérielles attribuées à tel aspect de la responsabilité sociale de l'entreprise » (Dion, 1998, p. 14).

Cette approche, aussi désignée sous l'appellation "*best in class*", est habituellement liée à l'application de critères positifs, puisqu'elle n'exclut pas un secteur d'activités ou une industrie, mais tend plutôt à inclure toutes les sphères d'activités, et qu'elle cible l'exemplarité des pratiques socialement responsables des entreprises (Cumming et Johan, 2007, p. 399; Deheuvels, 2006, p. 3). Elle permet en effet de faire preuve d'une certaine flexibilité dans le choix des entreprises (Schepers et Sethi, 2003, p. 24).

Utilisée au Canada, notamment dans l'industrie d'extraction de ressources naturelles, cette approche permet de ne pas exclure ce secteur d'activités, qui représente une part importante du secteur industriel canadien. Il ne pourrait donc faire l'objet d'un boycottage sans entraîner des conséquences négatives au niveau social, ce qui « explique que la plupart des fonds utilisent ce que l'on nomme l'approche du meilleur secteur afin de choisir les entreprises dans lesquelles investir » (Plant, 2002, p. 2, note de bas de page). Schwartz précise en outre que l'exclusion d'un secteur d'activités aussi important pourrait nuire à la performance financière du fonds (Schwartz, 2003, p. 210).

Il nous faut en outre mentionner l'introduction de l'approche "*best effort*" qui découlerait de l'approche "*best in class*", mais serait « plus conciliable [que celle-ci] avec les contraintes de construction financière des portefeuilles », puisqu'elle favorise un « univers d'investissement » plus large. Cette approche, qui est basée sur la volonté des entreprises d'améliorer leur situation ainsi que leur image aux niveaux social, environnemental et de gouvernance (Deheuvels, 2006, p. 3), s'est développée grâce à une plus grande disponibilité des renseignements sur les entreprises sur une période de temps de plus en plus longue, favorisant la possibilité d'accéder à l'historique des actions entreprises en matière de RSE. De plus, certaines réglementations – la loi sur les *Nouvelles régulations économiques* (NRE) en France notamment – qui incitent à la divulgation de l'information extra-financière, contribuent également à l'élaboration d'un tel historique des pratiques des entreprises, « ce qui a favorisé le passage du *best in class* – analyse statique de la situation – au *best effort* – ou analyse dynamique des investissements disponibles » (Deheuvels, 2006, p. 4). L'utilisation de cette approche « encourage les entreprises afin qu'elles évoluent dans le sens recherché de l'amélioration de leurs comportements » (Deheuvels, 2006, p. 4).

Perspective critique

Il faut souligner le fait que le choix des placements ou investissements dans le cadre de l'approche "*best of sector*", est fait sur une « base relative », c'est-à-dire que le choix se fait en fonction de critères qui ne sont pas absolus et peuvent donc faire varier la sélection. Ainsi, comme le font remarquer Schepers et Sethi, selon cette approche, lorsque comparées avec d'autres d'un même secteur d'activités, certaines entreprises sont identifiées comme étant socialement responsables, « alors qu'elles ne le seraient pas si elles étaient évaluées hors de cette comparaison » (Schepers et Sethi, 2003, p. 24)⁹.

1.1.3 Analyse multicritères

L'analyse multicritères regroupe différents processus d'évaluation faisant appel à plusieurs critères. Dans cette section, nous aborderons principalement l'analyse fondée sur la prise en compte des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG), qui est sans doute la plus connue. Nous présenterons également d'autres exemples de processus d'évaluation faisant appel à plusieurs critères qui nous semblent particulièrement pertinents.

⁹ Cf. aussi Schwartz, 2003, p. 210.

Facteurs ESG

L'analyse que sous-tend la prise en compte des facteurs ESG vise à évaluer les performances des entreprises aux niveaux environnemental, social et de leur gouvernance. Elle est évidemment liée à la mise en œuvre, en 2006, des *Principes pour l'Investissement Responsable* (PRI), dont l'élaboration a été coordonnée par le *Programme des Nations Unies pour l'environnement/Initiative Finance* (UNEP/FI) et le *Pacte Mondial des Nations Unies*¹⁰, ainsi qu'à l'adhésion, par un nombre croissant d'investisseurs institutionnels et d'acteurs de l'industrie de la FSR, à ces principes faisant la promotion de la prise en compte des facteurs ESG¹¹.

Servant à « repérer des risques et des rendements non financiers émanant d'enjeux sociaux, environnementaux et relatifs à la gouvernance d'entreprise », la prise en compte des facteurs ESG peut être utile autant « pour choisir des portefeuilles en fonction de pondérations ESG, [que] pour gérer des portefeuilles à l'aide de stratégies d'engagement des actionnaires qui utilisent les facteurs ESG dans l'exercice des votes par procuration, ou pour initier des démarches d'engagement auprès de la direction d'une entreprise » (AIR/SIO, 2009, p. 21).

Habituellement, les gestionnaires de fonds qui optent pour ce mode d'évaluation procèdent à un tamisage positif, dans le sens où ils incluent dans leur portefeuille les titres des entreprises qui présentent des caractéristiques en lien avec les facteurs ESG. Il est plus rare que des gestionnaires de fonds prennent en compte ces facteurs dans une perspective négative, c'est-à-dire dans le but d'exclure des entreprises qui ne satisfont pas à ces critères¹². D'ailleurs, « Les Principes invitent à l'adoption d'une politique engagée avec l'appui des entreprises plutôt qu'à l'exclusion systématique des titres non fondés sur les critères ESG (bien que certains investisseurs puissent trouver cette dernière approche plus appropriée) »¹³.

¹⁰ Programme des Nations Unies pour l'Environnement Initiative financière (UNEP FI) et Pacte Mondial des Nations Unies, 2006. *Principes pour l'investissement responsable*. Paris : Rebus.

¹¹ Les 3 premiers Principes pour l'Investissement Responsable ont trait directement aux questions ESG :

- « Nous prendrons en compte les questions ESG dans les processus d'analyse et de décision en matière d'investissements
- Nous serons des investisseurs actifs et prendrons en compte les questions ESG dans nos politiques et pratiques d'actionnaires
- Nous demanderons aux entités dans lesquelles nous investissons de publier des informations appropriées sur les questions ESG » (Programme des Nations Unies pour l'Environnement Initiative financière (UNEP FI) et Pacte Mondial des Nations Unies, 2006, p. 4).

¹² Programme des Nations Unies pour l'Environnement Initiative financière (UNEP FI) et Pacte Mondial des Nations Unies, 2006, p. 6.

¹³ Programme des Nations Unies pour l'Environnement Initiative financière (UNEP FI) et Pacte Mondial des Nations Unies, 2006, p. 7.

Par ailleurs, l'intégration des considérations ESG dans le processus décisionnel de certains acteurs de la FSR représente également « un effort pour améliorer la gestion du risque » et est donc utilisée pour des raisons financières (Sandberg et al., 2009, p. 529). Les PRI sont en effet « fondés sur les axiomes suivants : les questions ESG peuvent affecter la performance financière en matière d'investissement [et] la maîtrise des risques est meilleure si les questions ESG sont prises en compte de façon appropriée ». Ainsi, ces considérations ESG « sont fermement enracinées dans un cadre fiduciaire que doivent respecter les investisseurs »¹⁴.

Bien que les signataires des PRI disent accorder une égale importance aux trois volets que comportent ces critères, une plus grande attention serait allouée – dans les politiques et les rapports des signataires – à celui de la gouvernance des entreprises. Ceci pourrait s'expliquer par le fait que la gouvernance corporative est beaucoup plus aisée à mesurer empiriquement et ses conséquences peuvent avoir des impacts très importants sur le plan financier : « Comme l'ont prouvé plusieurs scandales corporatifs, la qualité et la transparence de la gestion des entreprises où l'on investit peuvent en effet avoir des impacts significatifs sur la valeur que détiennent les actionnaires et les rendements des investissements » (Sandberg et al., 2009, p. 522).

À cet égard, Deheuvels réfère à une nouvelle approche qui est dite plus court-termiste. La FSR devient alors essentiellement un moyen en vue d'« éviter des accidents boursiers. L'analyse des accidents passés – Enron, Parmalat – permettrait de mettre en évidence les indicateurs qui auraient pu permettre d'identifier préalablement les problèmes » en matière de gouvernance d'entreprise (Deheuvels, 2006, p. 8). Parmi ces indicateurs, mentionnons :

le fait qu'il n'y ait pas de comités d'audit indépendants, le fait qu'ils ne se réunissent pas, le fait qu'il n'y ait pas suffisamment d'administrateurs indépendants dans un conseil, le fait qu'il y ait trop de relations personnelles, notamment familiales, entre les membres d'un conseil [...] le fait d'avoir des taux de rotation du personnel importants dans l'entreprise, un nombre élevé d'accidents du travail (Deheuvels, 2006, p. 8).

Autres exemples d'analyse multicritères

D'autres types d'analyses multicritères peuvent être élaborés, notamment selon les besoins ou la mission spécifique du bailleur de fonds ou du fonds de placement. Certains fonds verts, par exemple, misent « sur des critères de sélection englobant des composantes quantitatives et qualitatives ». Parmi ces critères qualitatifs, on retrouve entre autres « la politique de gestion de

¹⁴ Programme des Nations Unies pour l'Environnement Initiative financière (UNEP FI) et Pacte Mondial des Nations Unies, 2006, p. 6.

l'environnement et des risques environnementaux », « le recours à des procédés tels que l'éco-design ou l'écoefficiente ou à des technologies respectueuses de l'environnement » et « les objectifs d'amélioration ». Quant aux critères quantitatifs, on peut penser notamment aux émissions et à « la quantité de ressources utilisées – eau, énergie, matières premières » (Morand, 2002, p. 55).¹⁵

D'autres méthodes d'analyse multicritères originales sont aussi élaborées, comme celle mise de l'avant par une agence de certification française, *Novethic*, pour attribuer un label à des fonds socialement responsables. Celle-ci consiste en un processus d'évaluation basé sur l'analyse ESG, à laquelle se greffent trois autres critères, en vue de décerner le « *Label ISR Novethic* » aux fonds qui en font la demande. Ainsi, à l'analyse ESG s'ajoute la « transparence du processus » de sélection qui peut notamment se fonder sur le *Code de transparence*¹⁶ produit par l'Association française de la gestion financière, le Forum pour l'investissement responsable et *Eurosif*. Les fonds qui sollicitent ce label doivent en outre produire une reddition de compte extra-financière de qualité et assurer la « publication de la composition intégrale du portefeuille » dont ils sont responsables. À ces critères, *Novethic* ajoute – pour les fonds déjà labellisés – deux mentions en vue d'« encourager deux types de pratiques jugées intéressantes mais relativement rares » : la mention « Indicateurs ESG » qui implique que « la valeur ajoutée extra-financière du fonds doit être [...] réalisée par le gérant ou par un tiers expert », ainsi que la mention « Engagement » qui souligne « une pratique d'engagement actif sur les enjeux Environnementaux ET Sociaux ET de Gouvernance, menée avec une politique et des objectifs définis au préalable »¹⁷.

Finalement, les diverses politiques, lignes directrices ou principes dont se dotent certains acteurs de la FSR – certains investisseurs institutionnels notamment – constituent aussi d'autres modes d'évaluation extra-financière qui ciblent souvent plusieurs critères établis en fonction de leurs spécificités.

1.1.4 Évaluation extra-financière

¹⁵ À propos des critères qualitatifs et quantitatifs, cf. aussi Dion, 1998, p. 14.

¹⁶ Il s'agit de l'ouvrage suivant : Association Française de la Gestion Financière (AFG), Forum pour l'Investissement Responsable (FIR) et Eurosif. 2005. *Investissement socialement responsable : Code de transparence pour les fonds ISR Grand Public*. Paris : Association Française de la Gestion Financière (AFG).

¹⁷ Site de Novethic : <http://www.novethic.fr/novethic/v3/le-label-isr.jsp>, consulté le 6 octobre 2009.

Une pratique en évolution

En somme, une grande diversité de critères et de modes d'évaluation est utilisée pour refléter les préoccupations extra-financières des bailleurs de fonds. Ils sont par ailleurs modifiés au fil du temps, des différents contextes socio-culturels et de l'évolution des pratiques de placement et d'investissement "éthique" ou "responsable". Ainsi, si les préoccupations extra-financières des bailleurs de fonds sont généralement fondées sur les valeurs et les convictions de ces derniers, prises dans leur ensemble, celles-ci ont toutefois eu tendance à émerger de considérations religieuses, pour ensuite se déplacer notamment vers des préoccupations relatives à la justice sociale et à l'environnement.¹⁸ Certaines spécificités culturelles viennent également teinter ces préoccupations. C'est le cas notamment de l'utilisation de critères relatifs à l'environnement, qui semble prépondérante en Allemagne et dans les pays européens nordiques (Deheuvels, 2006, p. 2; Friend White, 2005, p. 91). En Europe, les préoccupations relatives à l'éco-efficience et au développement durable sont d'ailleurs généralement plus marquées qu'aux États-Unis, et elles recueillent surtout une plus grande adhésion. Il semble également qu'en Grande-Bretagne et aux États-Unis, les fonds de placement s'en tiennent surtout à des critères d'exclusion qui mettent l'accent sur la morale et les valeurs personnelles, alors que la dimension sociale est plus présente chez ceux de France, d'Italie ou d'Espagne (Deheuvels, 2006, p. 2-3)¹⁹.

Il en va de même pour les modes d'évaluation mis en œuvre par ces mêmes bailleurs de fonds pour sélectionner les placements qui correspondent à leurs préoccupations. En effet, rappelons-le, si les premiers bailleurs de fonds responsables ont eu tendance à sélectionner leurs placements sur la base de critères d'exclusion, on a par la suite vu apparaître des méthodes d'évaluation plus sophistiquées à travers les critères d'inclusion, les approches "*best of sector*" et maintenant, de façon croissante, avec les critères ESG. Mais il est intéressant de noter que le choix du type d'évaluation mis en œuvre peut aussi être relié aux préoccupations extra-financières elles-mêmes. Les groupes religieux, par exemple, misent plus souvent sur le recours à des critères d'exclusion pour appliquer leurs convictions religieuses à leurs pratiques de placement. Les « *sin funds* » (Déjean, 2005, p. 21) chrétiens – qui excluent les entreprises dont les activités touchent notamment au jeu, au tabac, à l'alcool, à l'avortement – et les fonds islamiques – qui excluent quant à eux les institutions financières touchant des revenus d'intérêts et les entreprises produisant de la musique, du porc ou des produits alimentaires qui ne sont

¹⁸ Voir notre note de recherche no 1 portant notamment sur l'historique de la FSR pour plus de détails concernant les diverses influences sociétales qui ont marqué l'évolution de la FSR (http://www.pages.usherbrooke.ca/cea/contenu/FSR-note_1-2012.pdf).

¹⁹ Cf. aussi Louche et Lydenberg, 2006, p. 23; Sandberg et al., 2009, p. 524; Morand, 2002, p. 54; de Prémont, 2001, p. 29.

pas "halal" (Ghoul et Karam, 2007, p. 97) – en sont de bonnes illustrations. Les bailleurs de fonds, qui sont davantage préoccupés par les comportements des entreprises en matière d'environnement, ont pour leur part tendance à privilégier des critères positifs, une approche "*best of sector*" ou encore une analyse multicritères favorisant la prise en compte des facteurs ESG.

Par ailleurs, on peut maintenant observer tout un spectre de moyens plus ou moins formels pour procéder à de telles évaluations extra-financières. Dans une perspective formelle, par exemple, il peut s'agir de grilles requérant plus ou moins de rigueur, ou encore du recours au dialogue lors de la tenue d'un conseil d'administration d'une caisse de retraite par exemple (Sparkes, 2001, p. 200-201). Outre les critères et les modes d'évaluation, on peut relever d'autres changements s'étant produits en ce qui concerne l'évaluation extra-financière des placements, comme celui des motivations qui en sont la source. En effet, si à l'origine l'évaluation extra-financière – et surtout l'application de filtres négatifs – se fondait sur des objections d'ordre moral ou religieux, elle se justifie aujourd'hui de façon croissante sur la base des coûts sociaux ou environnementaux engendrés par les activités de l'entreprise (Louche et Lydenberg, 2006, p. 6), ainsi qu'à la lumière d'un intérêt bien identifié. L'application de critères extra-financiers est aussi de plus en plus perçue comme un outil de maximisation de la valeur financière d'un produit de placement ou d'une entreprise, puisqu'il vient enrichir l'analyse financière traditionnelle, laquelle ne permet pas de révéler toute la valeur de l'entreprise et les risques qu'elle encourt étant donnée la façon dont elle mène ses activités (Deheuvelds, 2006, p. 2; de Brito et al., 2005, p. 17; AIR/SIO, 2009, p. 7)²⁰.

Une pratique transversale

Si c'est aux activités de placement qu'on associe généralement les pratiques de tamisage (ou l'évaluation extra-financière) dans la littérature sur la finance responsable, on constate cependant que dans les faits, ces différents modes d'évaluation sont aussi mobilisés dans le cadre d'autres activités financières comme l'investissement ou le prêt. En effet, le prêt socialement responsable, qui consiste à octroyer à des emprunteurs des fonds en fonction de critères sociaux et environnementaux auxquels ces derniers doivent satisfaire – autrement dit, l'évaluation de leurs activités permet d'assurer aux prêteurs que ces activités sont menées de façon socialement responsable (AIR/SIO, 2009, p. 7) –, s'apparente au placement tamisé,

²⁰ Cf. aussi Programme des Nations Unies pour l'Environnement Initiative financière (UNEP FI) et Pacte Mondial des Nations Unies, 2006, p. 6.

puisqu'il fait appel à un processus d'évaluation extra-financière similaire. Et lorsque nous présenterons les autres stratégies de la FSR, nous verrons que les différents modes d'évaluation extra-financière que nous venons d'aborder sont également utilisés pour la sélection des investissements, et ce, tant dans la finance solidaire que dans le capital de développement.

Ainsi, outre les bailleurs de fonds qui placent leurs économies sur les marchés secondaires, les sociétés de gestion, les fonds de placement et d'investissement socialement responsables ainsi que les institutions financières – qui investissent plutôt de façon directe ou prêtent des fonds – ont eux aussi recours à ces modes d'évaluation extra-financière, évaluations souvent réalisées par l'intermédiaire de divers analystes externes (agences de notation, de certification, services d'information, etc.). Nous verrons par ailleurs que l'activisme actionnarial nécessite également la prise en compte de certains de ces critères pour évaluer la performance des entreprises en vue de mener certaines actions. Ainsi, plus qu'une stratégie parmi tant d'autres, les modes d'évaluation extra-financière s'avèrent former une composante intrinsèque ou transversale de la FSR.

1.1.5 Limites de l'évaluation extra-financière des placements

Malgré la popularité croissante et l'évolution des modes d'évaluation extra-financière pour pallier les différentes lacunes observées avec l'avancement de la pratique et de la recherche sur le sujet, il n'en demeure pas moins que ce type d'évaluation comporte toujours plusieurs limites ou aspects problématiques. Nous en soulignerons ici quelques-uns. D'abord, la multiplication et la grande diversité des critères extra-financiers retenus pour sélectionner les produits de placement complexifient le processus d'évaluation et en diluent la signification et la portée (Morand, 2002, p. 57). Ce constat amène nombre d'auteurs à souligner la superficialité de ces critères (Schepers et Sethi, 2003, p. 21-22), qui, somme toute, demeurent subordonnés aux critères de performance financière.

En outre, cette hétérogénéité laisse une place importante à la subjectivité et l'idéologie dans l'attribution du qualificatif "socialement responsable" (Déjean, 2005, p. 62)²¹. Les différents intermédiaires, tels que les gestionnaires de fonds, sont notamment amenés à opérer « leur propre arbitrage entre rentabilité et éthicité », de même qu'un « tri entre les différentes requêtes

²¹ Cf. aussi O'Rourke, 2003, p. 227-228, dans le cadre plus spécifique de l'activisme actionnarial.

de leurs clients » (de Prémont, 2001, p. 29). Il en résulte que la mesure de la performance sociale et environnementale laisse souvent la place à « une large gamme d'interprétations possibles » (Morand, 2002, p. 57)²², sans compter les différences culturelles sous-jacentes aux logiques et aux approches utilisées ainsi qu'aux valeurs préconisées (de Prémont, 2001, p. 29). Cela pose d'autant plus problème que les notes et les analyses produites à travers l'évaluation extra-financière – notamment par les agences de notation sociétale – ne font l'objet d'aucune vérification quant à leur validité (Déjean, 2005, p. 66; Morand, 2002, p. 55).

Pour certains, ce manque d'homogénéité dans l'évaluation de la responsabilité sociale des entreprises (Déjean, 2005, p. 66)²³ est dû au fait que les méthodes utilisant ces critères s'avèrent elles-mêmes problématiques. En effet, pour Schwartz, « la méthodologie sur laquelle repose l'investissement éthique est à la fois "insuffisante" et "subjective" et ne démontre pas qu'elle fait la promotion de comportement éthique au sein des entreprises » (Schwartz, 2003, p. 197). C'est ce que soutient aussi Sethi, affirmant que les « mesures de la performance extra-financière des entreprises, telles que couramment mises en œuvre par les agences d'analystes, en sont à "un stade rudimentaire et ne peuvent être comparées en matière de rigueur conceptuelle et de complexité méthodologique aux critères financiers plus traditionnels de performance d'entreprise" » (Sethi, 2005, cité dans Sandberg et al., 2009, p. 528).

L'information sur laquelle sont basées ces évaluations extra-financières est elle aussi jugée problématique. Souvent difficile d'accès, elle provient d'acteurs très hétérogènes comme les syndicats, les ONG, les médias, qui ont chacun leurs propres visions et intérêts. Mais elle provient aussi souvent des entreprises elles-mêmes, lesquelles disposent d'une large marge de manœuvre quant à la divulgation des renseignements qui les concernent (Déjean, 2005, p. 62 et 66; Schepers et Sethi, 2003, p. 20-21). Outre le risque qu'ils comportent un biais positif, ces renseignements « souffrent d'une insuffisance quantitative et qualitative », dans la mesure où le nombre d'entreprises qui publient un rapport environnemental ou social représente une faible proportion des valeurs cotées en bourse, et que lorsqu'elles le font, on remarque une grande

²² « La Commission européenne, qui vient de publier un Livre Vert sur la responsabilité sociale des entreprises, la définit comme la volonté "non seulement [de] satisfaire pleinement aux obligations juridiques applicables, mais aussi [d'] aller au-delà et [d'] investir « davantage » dans le capital humain, l'environnement et les relations avec les parties prenantes." »

Cette définition n'est, bien entendu, pas la seule possible mais, comme le suggère clairement le mot « davantage », elle montre bien la difficulté d'évaluer ce qui traduit cette responsabilité dans les faits et d'en vérifier les effets sur le terrain. En effet que faut-il entendre par « davantage » ? » (Morand, 2002, p. 57). Cf. aussi O'Rourke, 2003, p. 227-228, à propos des difficultés liées à la définition de la RSE.

²³ Cf. aussi Sandberg et al., 2009, p. 521-522 ainsi que Schepers et Sethi, 2003, p. 16 (comparaison des fonds Calvert et Domini).

disparité entre ces rapports, de même qu'une « pauvreté du contenu » (Morand, 2002, p. 57)²⁴. Certes, l'adoption croissante des standards internationaux comme la *Global Reporting Initiative* (GRI) tend à réduire cette hétérogénéité (Déjean, 2005, p. 66; Willis, 2003). Toutefois, il semble que même l'application des lignes directrices de la GRI « présente un caractère discrétionnaire », ce qui laisse là encore aux entreprises « une certaine marge de manœuvre » quant à la divulgation de leur information (de Brito et al., 2005, p. 172), et donc une difficile comparabilité entre elles. Finalement, il y a aussi lieu de s'interroger sur les « capacités de transparence des entreprises » dans un contexte de concurrence de plus en plus exacerbée (Morand, 2002, p. 59)²⁵.

Ces nombreuses limites, associées à l'intérêt encore limité des marchés financiers pour valoriser cette information sociétale, contribuent « à faire de l'évaluation sociétale un modèle encore approximatif de la performance globale des entreprises. La fragilité de ce modèle constitue certainement un frein au développement de l'investissement socialement responsable » (Déjean, 2005, p. 67). Mais certains vont encore plus loin dans leur critique, remettant en question la pertinence même des modèles d'évaluation extra-financière qui se développent à l'heure actuelle. C'est entre autres le type de critique formulé par de Prémont, pour qui « aucun code préétabli ne dira précisément au gestionnaire à quel niveau critique il devra trancher » (de Prémont, 2001, p. 29).

²⁴ Cf. aussi de Brito et al., 2005, p. 184.

²⁵ Cf. aussi de Prémont, 2001, p. 29.

1.2 Activisme des actionnaires

La pratique de l'activisme actionnarial prendrait racine, selon de Brito et ses collaborateurs, dans le contexte économique de la crise de 1929. Ces auteurs indiquent que l'intérêt pour ce type d'engagement de la part des actionnaires est dû au manque de transparence des entreprises (de Brito et al., 2005, p. 31) et à la perte de contrôle des actionnaires sur les activités de l'entreprise suite à l'émergence des grandes entreprises par actions²⁶ et de la séparation entre la propriété et la gestion qui en résulte. Ces changements ont fait en sorte que « les actionnaires, réduits à un rôle passif, ne peuvent manifester leur désaccord en matière de stratégie ou leur inquiétude face aux résultats qu'en vendant. Les actionnaires ne sont plus propriétaires de l'entreprise : ils détiennent des paquets d'actions qu'ils acquièrent et dont ils se débarrassent au gré des résultats » (Loiselet, 2000, p. 7). L'année 1946 marque cependant un tournant en redonnant un certain pouvoir aux actionnaires, alors que la *Securities and Exchange Commission* (SEC) « adopte la loi 14a-8 qui oblige les entreprises à inclure les propositions d'actionnaires dans leur politique ayant trait au vote par procuration » (O'Rourke, 2003, p. 229).

Au-delà de cette filiation historique, l'activisme actionnarial que l'on peut plus spécifiquement qualifier de "socialement responsable" a véritablement vu le jour dans les années 1960. C'est en effet en 1967 que :

une petite organisation communautaire, Fight, acquiert une poignée d'actions de Kodak pour accéder à l'assemblée générale. L'objectif de son animateur, Saul Alinsk[y], est d'attirer l'attention sur les pratiques salariales et discriminatoires de Kodak dans son usine de Rochester. Cette initiative reçoit un large écho. C'est la première fois que des citoyens organisés, utilisant l'assemblée générale comme tribune, demandent à une entreprise de résoudre un problème social. Traditionnellement, les mouvements radicaux et civiques se tournaient vers l'État : confronté aux sollicitations contradictoires de divers groupes de pression, il lui revenait d'arbitrer entre des intérêts, tous jugés légitimes. Pour Alinsk[y], compte tenu de la place centrale qu'occupait l'entreprise dans la société, les groupes de pression devaient s'organiser pour s'y faire entendre (Loiselet, 2000, p. 7)²⁷.

Par la suite, Ralph Nader instaure en 1970 le *Project for Corporate Responsibility* (PCR). Durant l'assemblée générale de *General Motors*, il « propose neuf projets de résolutions relatives aux minorités, aux ouvriers et aux droits des consommateurs » (Loiselet, 2000, p. 7)²⁸. La SEC autorise le vote sur deux de ces résolutions qui recueilleront le minimum requis pour pouvoir être représentées l'année suivante, soit 3 % (Loiselet, 2000, p. 7). En 1970 toujours, une Cour de district des États-Unis statue contre la SEC, « qui a rejeté une proposition visant à

²⁶ "Corporations" en anglais.

²⁷ Cf. aussi Plant, 2002, p. 3.

²⁸ Cf. aussi Plant, 2002, p. 3 et O'Rourke, 2003, p. 229.

obliger Dow Chemical à cesser la production de napalm durant la guerre du Vietnam. Cette décision ouvrira la voie à d'autres propositions socialement responsables » (O'Rourke, 2003, p. 229).

Pour Alinsky et Nader, l'activisme actionnarial représente un moyen efficace pour attirer l'attention des médias et tenter d'influencer l'opinion publique. Dans la lutte contre l'apartheid, par exemple, les Églises ont misé sur des résolutions plus modérées pour exercer leur influence et ainsi « faire basculer les 20 ou 30 % des votes détenus par les fondations, les universités et les fonds de retraite », de façon à « infléchir le comportement des firmes » pour qu'elles cessent leurs pratiques commerciales avec l'Afrique du Sud (Loiselet, 2000, p. 7). Loiselet indique que les groupes religieux sont ensuite devenus un peu plus « incisifs » en apprenant « à doser pression et compromis et à exceller dans les manœuvres de couloir », pour amener les entreprises à orienter leurs pratiques en fonction de leurs valeurs (Loiselet, 2000, p. 8). C'est à partir de ces pratiques que l'activisme actionnarial s'est véritablement constitué comme stratégie de la FSR « avec les bouleversements sociaux des années 1970 et 1980 » (Déjean, 2005, p. 29)²⁹. À cette époque cependant, l'attitude des entreprises est plutôt « hostile [...] au dialogue avec les actionnaires et à leurs résolutions ». Ce n'est que plus tard que plusieurs d'entre elles ont envisagé ces démarches comme « potentiellement positives et productives ». Cela dit, la proposition de résolutions sous-tend aujourd'hui encore « une relation plus antagoniste que le dialogue entre les actionnaires concernés et la direction de l'entreprise » (Louche et Lydenberg, 2006, p. 21).

Si, dans les années 1980, les activistes états-uniens « *tended to swing towards anti-takeover activities partly as a result of a swing away from the "public interest" movement towards making companies more competitive* » (O'Rourke, 2003, p. 229), l'activisme des années 1990 sera pour sa part axé sur les enjeux environnementaux. Puis, à la fin des années 1990, les groupes activistes revendiquent une gestion des entreprises qui soit davantage redevable envers la société sur les plans sociaux et environnementaux. Ces groupes insistent également pour que ce type de gestion responsable soit intégré dans toutes les activités de l'entreprise. Leur activisme est alors « caractérisé par un esprit de coopération plutôt que de confrontation » et prend surtout la forme « d'un engagement mutuel et d'un dialogue avec les parties prenantes » (O'Rourke, 2003, p. 229). Qui plus est, en reconnaissant que « les questions environnementales et sociales ont un effet sur la valeur qu'ils détiennent dans l'entreprise, le discours des actionnaires activistes tend à s'éloigner du domaine de l' "éthique" ou du bon versus le mauvais

²⁹ Cf. aussi de Brito et al., 2005, p. 32.

comportement pour miser sur les questions traditionnelles de rentabilité, de risque et de valeur détenue par l'actionnaire » (O'Rourke, 2003, p. 230).

L'activisme actionnarial est ainsi pratiqué par des actionnaires qui, plutôt que « d'éviter d'investir dans des entreprises qui ne répondent pas à leurs critères » (Plant, 2002, p. 2), choisissent d'exercer une pression sur les entreprises « afin de modifier leur comportement en les orientant sur des principes de conduite conformes aux valeurs qu'ils défendent » (Déjean, 2005, p. 28). L'évaluation des comportements de l'entreprise n'intervient donc pas au moment du choix du placement – lequel se fait plutôt sans balise extra-financière (Deheuvels, 2006, p. 4-5) –, mais plus en aval de la démarche de l'actionnaire, en vue d'influencer les comportements des entreprises dans lesquelles il détient des actions. Pour mener cette démarche, l'actionnaire pourra notamment utiliser divers mécanismes et faire appel à des fournisseurs de services de gestion de droits de vote ou de services d'engagement avec les entreprises.

1.2.1 Mécanismes de l'activisme actionnarial

La démarche de l'activiste actionnarial nécessite en effet le recours à un ou plusieurs mécanismes : l'exercice du droit de vote aux assemblées générales annuelles des entreprises, le dialogue avec les entreprises, la proposition à ces assemblées générales de résolutions en lien avec les préoccupations extra-financières des actionnaires et le désinvestissement (AIR/SIO, 2009, p. 8). Dans les paragraphes qui suivent, nous présenterons ces quatre composantes de l'activisme actionnarial qui peuvent aussi se compléter entre elles.

Exercice du droit de vote

L'exercice du droit de vote consiste en un vote de la part des actionnaires sur les projets de résolution proposés par l'entreprise à son assemblée générale annuelle, et ce, en tenant compte de leurs préoccupations éthiques, sociales ou environnementales. S'il s'agit là d'une pratique relativement fréquente chez les bailleurs de fonds qui se disent "socialement responsables", rares sont cependant les auteurs qui s'attardent sur ce mode d'activisme actionnarial, dont la description s'avère évidente.

Dialogue avec les entreprises

Le dialogue avec les entreprises semble bien souvent constituer la trame de l'activisme actionnarial ou de ce que Vandekerckhove et ses collaborateurs nomment l'« actionnariat actif » (« *active shareholding* »), afin de le distinguer de l'activisme actionnarial (« *shareholder activism* ») qui, selon eux, mise surtout sur la proposition de résolutions d'actionnaires (Vandekerckhove et al., 2008, p. 80). Toutefois, le dialogue ne représente souvent qu'une des étapes de la démarche des actionnaires, notamment dans les cas où il se révèle insuffisant pour atteindre leurs objectifs, soit « d'obtenir des informations sur les pratiques de l'entreprise ou de persuader les dirigeants de modifier certaines pratiques socialement inacceptables » (Gendron et Bourque, 2003, p. 55).

Proposition de résolutions d'actionnaires

Les résolutions d'actionnaires « ont généralement pour objectif d'orienter le comportement des entreprises vers des niveaux de plus grande citoyenneté d'entreprise, de conduire le management à mettre en œuvre des actions qui enrichiront le bien-être de toutes les parties prenantes de l'entreprise et d'accroître sa performance financière sur le long terme » (Loiselet, 2000, p. 3). La proposition de telles résolutions aux assemblées générales annuelles des entreprises représente ainsi une modalité importante de l'activisme actionnarial, et ce, en particulier aux États-Unis. Ce procédé constitue en effet « l'arme de prédilection » des activistes états-uniens, qui ciblent alors les comportements inadéquats des entreprises relatifs à l'environnement, la RSE et les droits humains (Déjean, 2005, p. 31).

La proposition de résolutions d'actionnaires peut ouvrir la voie à diverses actions ou stratégies subséquentes : ces résolutions peuvent être retirées par les actionnaires, exclues par l'entreprise ou votées (et ainsi rejetées ou adoptées) par l'assemblée des actionnaires (O'Rourke, 2003, p. 232). Les actionnaires retirent leur résolution lorsque l'entreprise se montre « disposée à négocier » et fixe un échéancier en vue d'entreprendre certaines actions pour améliorer ses pratiques, puisque la résolution aura atteint son but. On comprend ici que, bien qu'elle puisse faire suite à un dialogue non concluant avec l'entreprise, la proposition de résolutions d'actionnaires peut aussi en être la source (O'Rourke, 2003, p. 234)³⁰.

³⁰ Cf. aussi Gendron et Bourque, 2003, p. 58 : « Dans nombre de cas, la direction négocie avec les actionnaires activistes en vue du retrait de la proposition au moment de l'assemblée. Cette pratique a donné lieu à l'adoption de plusieurs codes de pratiques en matière de droits humains et au chapitre de l'environnement par des firmes traditionnellement réfractaires aux stratégies de responsabilité sociale ».

Aux États-Unis, l'exclusion de la résolution par l'entreprise relève habituellement de la *Securities and Exchange Commission* (SEC), qui a pour fonction d'arbitrer ce type de questions. Parmi les raisons qui militent en faveur de cet organisme aux États-Unis, on retrouve notamment le fait que « la résolution est reliée à des opérations représentant moins de 5 % des actifs de l'entreprise à la fin de l'année fiscale la plus récente », que « l'entreprise ne détient pas le pouvoir requis pour appliquer la résolution », ou encore que « la résolution a trait à des fonctions liées à la gestion de l'entreprise (ex. : l'emploi, le travail) » (O'Rourke, 2003, p. 232-233).

Si une résolution n'est ni retirée ni exclue, elle sera alors soumise au vote de l'assemblée des actionnaires. Pour maximiser leurs chances qu'elle soit adoptée, leurs proposeurs misent habituellement sur une publicité autant médiatique qu'informelle et font appel à des « intermédiaires professionnels pour maximiser le soutien dont ils ont besoin en vue du vote » (O'Rourke, 2003, p. 232).

Bien qu'elles ne récoltent en général qu'entre 10 à 30 % des votes lors des assemblées générales des entreprises (Gendron et Bourque, 2003, p. 58), voire moins (O'Rourke, 2003, p. 233), les « résolutions d'actionnaires à caractère social ou environnemental [...] ont néanmoins un impact considérable sur les politiques de l'entreprise; et cela est probablement moins dû à la menace de contraintes juridiques qu'elles représentent qu'au battage médiatique dont ces résolutions sont l'objet » (Gendron et Bourque, 2003, p. 58)³¹. Aux États-Unis, où, rappelons-le, cette pratique est la plus répandue, si la résolution recueille au moins 3 % des votes, les actionnaires pourront la représenter l'année suivante. Et comme cette situation se produit fréquemment, cela induit des délais considérables dans l'application de ces résolutions. Pour cette raison, entre autres, la proposition de résolutions par des actionnaires constitue un long processus, car le faible pourcentage de votes récolté par ces résolutions oblige leurs défenseurs à les représenter à de nombreuses assemblées avant d'obtenir l'assentiment d'une majorité, ce qui pourra alors commencer à modifier les choses.

Dans les rares cas où une résolution, recueillant la majorité des voix, est adoptée, celle-ci ne contraint pas la direction d'une entreprise pour autant, puisque les propositions d'actionnaires peuvent et sont souvent ignorées par les entreprises (O'Rourke, 2003, p. 233-234). Certaines entreprises opteront même pour un « durcissement de leur position contre le changement préconisé par la résolution, arguant la faible proportion d'actionnaires ayant voté pour » et

³¹ Cf. aussi Louche et Lydenberg, 2006, p. 25 : « a particularly powerful tool for shareholders to influence management ».

pourront même aller jusqu'à cesser « toute relation avec les actionnaires activistes » (O'Rourke, 2003, p. 236-237).

D'autre part, des restrictions légales peuvent limiter le dépôt de résolutions. Au Canada par exemple, depuis la fin de l'année 2001, il est possible de proposer des résolutions d'actionnaires, mais seulement « à condition que ces dernières soient liées aux activités commerciales et aux affaires internes de la société » (Gendron et Bourque, 2003, p. 58). En France, la législation est pour sa part peu favorable aux dépôts de résolutions (Déjean, 2005, p. 35), alors qu'en Australie ou au Royaume-Uni, une résolution ne peut être proposée que si elle est soutenue par cent actionnaires (O'Rourke, 2003, p. 232). La législation états-unienne, quant à elle, précise que, pour déposer une résolution, les actionnaires doivent détenir « au moins 2000US\$ en valeur marchande ou 1 % des actions de l'entreprise [...] depuis au moins un an (SEC, 2002) ». La SEC restreint également les propositions « *to "ordinary business" issues that are not mundane* » (O'Rourke, 2003, p. 236-237).

Désinvestissement

Le désinvestissement constitue une stratégie à laquelle les bailleurs de fonds peuvent « aboutir dans le cas où le dialogue prévu par leur stratégie d'engagement échoue » (Gendron et Bourque, 2003, p. 55). Selon plusieurs observateurs, une telle « stratégie de sortie silencieuse » (Hudson et Wehrell, 2005, p. 282-283) risque cependant peu – tout comme le tamisage sur la base de critères négatifs d'ailleurs – d'avoir des effets significatifs sur les entreprises (Hudson et Wehrell, 2005, p. 290), surtout dans les cas où les actifs retirés sont peu importants. En raison de cet impact limité, peu d'acteurs semblent recourir à cette dernière option. Les investisseurs institutionnels, notamment, tendent plutôt à privilégier « une approche plus "engagée" avec les entreprises que ce soit sur des questions de performance financière ou environnementale/sociale » (O'Rourke, 2003, p. 231), comme celles décrites précédemment.

Complémentarité des mécanismes

Les divers mécanismes que nous venons de décrire sont rarement mis en œuvre de façon isolée, mais sont plutôt utilisés en parallèle, voire stratégiquement combinés afin d'obtenir l'impact recherché. C'est notamment ce qui s'est passé dans le cas du succès le plus retentissant de l'activisme actionnarial, soit le démantèlement de l'apartheid en Afrique du Sud. En effet, celui-ci a certes reposé sur la proposition de résolutions d'actionnaires, mais ces

dernières se sont inscrites au sein d'« une large campagne soutenue misant notamment sur le dialogue avec les entreprises » (O'Rourke, 2003, p. 233-234). On remarque aujourd'hui que, de façon croissante, l'activisme actionnarial s'amorce par le dialogue entre les actionnaires activistes et la direction de l'entreprise, dans le but de mieux connaître les pratiques de l'entreprise ou d'inciter les gestionnaires à adopter un comportement plus responsable. Or, « lorsque le dialogue ne donne pas de résultat, ces activistes déposent des résolutions d'actionnaires ou votent des résolutions à caractère social lors des assemblées d'actionnaires ». Enfin en dernier recours, certains actionnaires activistes peuvent aller « jusqu'à la menace de désinvestissement, en liaison avec des campagnes actives de boycottage » (Gendron et Bourque, 2003, p. 55).

1.2.2 Utilisateurs et finalités poursuivies

La stratégie de l'activisme actionnarial serait davantage utilisée par « des investisseurs institutionnels tels les fonds de pension, les fonds de travailleurs, les fonds mutuels [...] les fondations [et les groupes religieux] » (Plant, 2002, p. 2)³², que par les épargnants particuliers. Elle exige en effet un poids financier relativement imposant dans l'entreprise ciblée et une somme de travail importante, sans compter que cette démarche peut être assez coûteuse (O'Rourke, 2003, p. 236). Il reste que les épargnants particuliers bien informés sur les activités des entreprises où leur argent est placé ainsi que sur les questions liées à la RSE peuvent également s'impliquer dans ce type de stratégie en formant des groupes d'actionnaires³³ ou en faisant pression sur leurs caisses de retraite et leurs fonds de placement (O'Rourke, 2003, p. 231).

Les ONG et les médias jouent aussi un rôle capital dans l'activisme actionnarial, notamment par le biais de campagnes de sensibilisation auprès des bailleurs de fonds en vue de les inciter à revendiquer des pratiques socialement responsables auprès des entreprises qui bénéficient de leurs placements. Certaines ONG achètent même des actions d'entreprises afin de pouvoir participer aux assemblées générales annuelles, voter et proposer des résolutions en lien avec leurs préoccupations, ou encore former des coalitions d'actionnaires (O'Rourke, 2003, p. 231). Mais les revendications à la source des campagnes menées par les ONG peuvent viser « à fermer une entreprise particulière en s'appuyant sur l'immoralité de ses opérations », ce qui les

³² Cf. aussi O'Rourke, 2003, p. 231.

³³ On peut penser notamment au groupe d'actionnaires formé par Yves Michaud au Québec et qui cible la gouvernance des entreprises (Quarter et al., 2001, p. 97).

distingue nettement de celles des actionnaires qui visent « à améliorer les comportements des entreprises ». Il reste que, comme le souligne Russel Sparkes, il existe « un lien significatif entre ces campagnes et les objectifs sociaux des actionnaires responsables », notamment quant aux préoccupations qui les animent (Sparkes, 2001, p. 203).

L'activisme actionnarial serait nettement plus répandu et systématisé dans les pays anglo-saxons, où « tous les fonds qui ont une politique de dialogue avec l'entreprise sur les questions sociales et environnementales sont répertoriés comme fonds socialement responsables », ainsi qu'aux Pays-Bas (Déjean, 2005, p. 27-28). En revanche, il l'est beaucoup moins en France (Déjean, 2005, p. 27). Morand explique ce phénomène en précisant que, dans les pays anglo-saxons, l'entreprise est « considérée comme une société d'actionnaires », alors qu'en France, le modèle d'entreprise est plutôt caractérisé par « la prédominance des salariés comme partenaires sociaux privilégiés ». En Allemagne, il s'agit d'un modèle « encore fortement marqué par une tradition familiale ». Quoi qu'il en soit, l'Europe voit maintenant apparaître des « mouvements d'actionnaires visant à promouvoir les principes du développement durable et à soutenir tel ou tel projet de résolution soumis au vote des actionnaires lors des assemblées générales » (Morand, 2002, p. 61-62). Certains auteurs se demandent cependant « si une telle stratégie est opérationnelle en Europe, vu la faiblesse des encours et le souci manifesté de privilégier l'ensemble des acteurs économiques, et non les seuls actionnaires » (de Prémont, 2001, p. 29-30).

Les pratiques de l'activisme actionnarial sont en outre fort différentes selon qu'elles se concrétisent aux États-Unis ou en Europe. Ainsi, aux États-Unis, il se manifeste dans des campagnes médiatiques ou dans des résolutions proposées par les actionnaires dans le cadre des assemblées générales des entreprises ciblées (Vandekerckhove et al., 2008, p. 80; Louche et Lydenberg, 2006, p. 25). En Europe, les acteurs de l'activisme actionnarial ont cependant tendance à refuser « d'utiliser des pratiques aussi médiatiques que celles défendues par certaines associations américaines et tendent à privilégier un dialogue plus constructif avec les entreprises » (Déjean, 2005, p. 35). Vandekerckhove et ses collaborateurs, rappelons-le, expliquent que ces actionnaires pratiquent alors l'« *active shareholding* »³⁴ ou actionnariat actif, soit une forme d'engagement plus informelle et moins agressive : « *It is low-profile and can remain that way over a long period of time* » (Vandekerckhove et al., 2008, p. 80). Ce « *soft engagement* » signifie que le gestionnaire ou le bailleur de fonds « soulève des préoccupations

³⁴ Notons aussi que Louche et Lydenberg utilisent plutôt le terme « *engagement* » pour désigner l'activisme actionnarial en Europe (Louche et Lydenberg, 2006, p. 12 et 17).

éthiques directement avec les gestionnaires de l'entreprise ». Il s'agit en fait d'un « signalement passif des comportements inadéquats de l'entreprise accompagné de lobbying ainsi que l'initiation d'un dialogue plutôt que l'achat délibéré d'actions d'une entreprise dont le comportement est répréhensible ». Mais il n'en demeure pas moins que si les approches sont distinctes, le but poursuivi reste cependant le même, soit « inciter l'entreprise à modifier ses comportements » (Vandekerckhove et al., 2008, p. 80).

Par ailleurs, les préoccupations motivant la mise en œuvre de cette stratégie peuvent varier. Comme l'explique Déjean, l'activisme actionnarial peut relever de deux types de contrôle : soit "*shareholder*", soit "*stakeholder*". Le contrôle de type "*shareholder*" est pratiqué par des actionnaires préoccupés par la gouvernance de l'entreprise. Ils recherchent la transparence et le « respect de la règle une action-une voix », s'assurent de « l'indépendance des administrateurs » faisant partie du conseil d'administration et de la distribution distincte des tâches du président et du directeur général, et enfin refusent les « mesures anti-OPA » (offre publique d'achat) ainsi que « l'intégration de *stock-options* dans la rémunération des dirigeants » (Déjean, 2005, p. 28). Le contrôle de type "*stakeholder*" est pratiqué quant à lui par des actionnaires préoccupés par l'application de politiques sociales et environnementales, et ce, en fonction des attentes des parties prenantes. Ces actionnaires « ne veulent plus uniquement une meilleure performance financière, mais ils souhaitent une amélioration de la performance globale de l'entreprise » (Déjean, 2005, p. 28).

En somme, pour un nombre croissant d'acteurs de la finance responsable, l'activisme représente une « composante essentielle de la démarche des investisseurs responsables » et « introduit de nouvelles dimensions telles que l'implication de l'investisseur et le débat entre actionnaires et managers » (Déjean, 2005, p. 27). Ce débat témoigne du « rapport de force entre les acteurs financiers et les entreprises qui prend toute sa signification avec l'introduction des médias. La réputation de l'entreprise, en termes sociaux et environnementaux, est l'enjeu principal de ce rapport de force » (Déjean, 2005, p. 35). D'autre part, cet activisme « permet d'encourager les entreprises attentives aux préoccupations sociétales » (Déjean, 2005, p. 35-36).

1.2.3 Limites de l'activisme actionnarial

Bien que souvent exigeante au niveau des ressources qui doivent lui être consacrées, la stratégie de l'activisme actionnarial ne récolte pas nécessairement, semble-t-il, le succès

escompté en termes de changement de comportement au sein de l'entreprise visée. En effet, sa portée s'avère relativement limitée puisque, sur le plan juridique, l'actionnaire n'est pas considéré comme propriétaire de l'entreprise³⁵ et n'a donc « que des droits d'investisseur vis-à-vis d'elle ». Ainsi, il « ne peut contester ses pratiques que dans la mesure où celles-ci présentent un risque pour son rendement » (Gendron et Bourque, 2003, p. 58). Par ailleurs, lorsqu'elles peuvent être mises de l'avant, les résolutions d'actionnaires sont rarement adoptées lors de la première assemblée générale, comme nous le mentionnions plus tôt. Cette inefficacité est souvent liée au fait que « les épargnants particuliers agissent seuls, sans coordonner leurs actions » (Hudson et Wehrell, 2005, p. 283). Qui plus est, cette stratégie peut avoir pour effet pervers, rappelons-le, de « durcir la position de l'entreprise » et même d'amener celle-ci à « rompre toute communication avec les activistes » (O'Rourke, 2003, p. 236-236).

Par ailleurs, la difficulté d'harmoniser les positions des divers groupes d'activistes « peut nécessiter beaucoup de temps, sans compter que la proposition qui en résulte peut recueillir l'approbation de tous les groupes, mais n'en satisfaire aucun ». Ces groupes doivent aussi négocier les seuils de résultats à partir desquels ils opteront pour le retrait de leur résolution : « Tout ceci peut engendrer des problèmes entre les groupes et rendre plus facile, pour les entreprises, de diviser et vaincre leurs adversaires » (O'Rourke, 2003, 236-237).

Nous l'avons vu, l'impact de l'activisme actionnarial demeure relativement limité, car il ne peut miser que sur des « changements volontaires de la part de l'entreprise » ou sur ceux auxquels « des actionnaires décideront d'allouer temps, argent et énergie ». Certaines parties prenantes ne pourraient donc faire valoir leurs revendications si aucun actionnaire n'acceptait de les relayer auprès de l'entreprise. De plus, la structure du processus de l'activisme actionnarial n'incite les entreprises qu'à des « changements graduels en matière de RSE plutôt qu'à une transformation radicale ». Ainsi, les campagnes menées par les activistes ou les résolutions soumises aux assemblées annuelles tendent à « découper les changements ciblés en multiples objectifs qui sont réalisés un à la fois, ne donnant donc lieu qu'à des changements modestes au sein de l'entreprise » (O'Rourke, 2003, p. 237). En ce sens, « l'activisme actionnarial ne peut suppléer à la régulation de l'État », ce qui fait dire à O'Rourke que « *As a society the broader questions still need to be addressed as to what point we are willing to allow a model of*

³⁵ Alors que l'achat d'obligations n'alloue au bailleur de fonds « aucun droit de regard sur le fonctionnement de l'entreprise émettrice » (Dommen, 2001, p. 93), la perception de l'actionnaire comme « propriétaire » de l'entreprise « relève d'une grande simplification, voire d'une distorsion de la réalité » : « l'actionnaire n'y dispose que de peu de droits, en tout cas de trop peu pour pouvoir prétendre exercer les responsabilités qui incombent à un propriétaire », sans compter qu'il ne se considère pas ainsi (Dommen, 2001, p. 94).

"shareholder democracy" to take over from other democratic processes of controlling corporations behaviour and guiding them towards developing the motive for sustainability » (O'Rourke, 2003, p. 237-238).

C'est donc dire que les pratiques de l'activisme actionnarial et les règles qui les encadrent « ne permettent pas aux actionnaires de miser sur une critique fondamentale des pratiques d'une entreprise ». L'activisme actionnarial constitue plutôt un « contre-pouvoir informel », qui se limite à exercer une pression plus grande sur les entreprises et qui « *contributes to the cultural momentum for more culturally determined 'responsible' behaviour. It adds up to a picture of CSR as simply softening the edges of 'business as usual' and being single issue based rather than a fundamental critique* » (O'Rourke, 2003, p. 237).

Cela dit, certaines campagnes menées par des actionnaires – comme celle menée dans le cadre de la lutte contre l'apartheid en Afrique du Sud – ont néanmoins eu un effet régulateur non négligeable sur les agents économiques que sont les entreprises. Elles ont par surcroît favorisé la diffusion, à toutes les parties prenantes de ces entreprises, de renseignements essentiels à leur prise de décision (Gendron et Bourque, 2003, p. 58). Ainsi, il demeure que sans nécessairement conduire à l'atteinte de tous les buts fixés par les activistes, l'activisme actionnarial permet tout de même l'ouverture de certains débats sur la responsabilité sociale des entreprises à un public plus large. Ce faisant, il contribue à promouvoir la RSE et à sensibiliser aux enjeux qu'elle sous-tend, et ce, non seulement auprès des actionnaires – les incitant à former des coalitions pour revendiquer une plus grande responsabilité sociale –, mais aussi auprès des entreprises et de la population en général, par le biais notamment de campagnes médiatiques (O'Rourke, 2003, p. 236).

1.3 Finance solidaire

La finance solidaire – que les États-Uniens et les Britanniques désignent sous l'appellation d' "investissement communautaire" (*Community Investment*) (ARUC-ÉS, 2007, p. 16) – naît aux États-Unis dans les années 1960, sur l'initiative de groupes religieux qui décident de créer des « *community investment institutions* (CIIs) » (Social Investment Forum Foundation, 2009, p. 5). En Europe, en Amérique latine et au Québec est apparue, dans les années 1980, une pratique de financement similaire, mais désignée sous l'appellation "finance solidaire" (Amouroux, 2003, p. 66). Notons également qu'elle fait partie des trois principales « solidarités nouvelles » qui se créent en réaction au développement du système libéral, les deux autres étant les systèmes d'échange locaux et le commerce équitable (Amouroux, 2003, p. 70).

La finance solidaire a pour objectif de générer « des rendements financiers en créant des ressources et des occasions pour les groupes et communautés défavorisés ainsi que les marchés qui sont sous-financés comme les petites et micro entreprises, les services communautaires, le logement abordable, la restauration environnementale » (Strandberg, 2005, p. 20). Cette stratégie de financement permet en effet d'allouer « des capitaux à des personnes qui ont des difficultés à lever ces capitaux par le biais des canaux conventionnels ou qui sont mal servies par des institutions de crédit conventionnelles » (Loiselet, 2000, p. 3-4). Et sa visée est « d'accroître leur niveau de vie, de développer leur propre affaire et de créer des emplois pour eux-mêmes et leurs voisins » (Loiselet, 2000, p. 4)³⁶. Ainsi, les bénéficiaires de cette stratégie – notamment les entreprises d'économie sociale, les OBNL, les coopératives, le logement communautaire, les individus et les groupes ayant recours au microcrédit (Lévesque et al., 2008, p. 19-20) –, sont au cœur de sa mise en œuvre. L'épargne solidaire permet à l'épargnant de « savoir précisément quels projets finance son épargne » et à l'entrepreneur d'accéder « à des ressources qu'il aurait beaucoup de mal à obtenir du système bancaire classique » (Amouroux, 2003, p. 70).

La mise en œuvre de la finance solidaire découle habituellement d'une initiative citoyenne et/ou des acteurs du milieu (ARUC-ÉS, 2007, p. 16) et prend la forme de prêts à des personnes démunies ou de financements en vue de « créer et maintenir des emplois accessibles à la population locale » (Lévesque et al., 2008, p. 19-20). Les produits proposés par la finance solidaire sont ainsi davantage axés sur les besoins des utilisateurs de fonds que sur ceux des bailleurs de fonds, tout en veillant à ne pas léser ou surcharger ces derniers. Ainsi, les

³⁶ Cf. aussi Plant, 2002, p. 2 et Schueth, 2003, p. 191.

utilisateurs de fonds ont « la possibilité de fixer le montant, la durée, les échéances de remboursement » (Chao Beroff et Prébois, 2001, p. 14). D'autre part, « pour limiter les risques des investisseurs », la finance solidaire propose à ces derniers des obligations qui leur garantissent de recouvrer leurs fonds, plutôt que des actions, qui sont majoritairement offertes dans le cas du placement tamisé par exemple (Déjean, 2005, p. 24)³⁷.

Parmi les produits que sous-tend cette stratégie, « le crédit communautaire, le microcrédit ou les cercles d'emprunt occupent le créneau des très petits prêts, en offrant du crédit et de l'accompagnement aux personnes et aux groupes qui cherchent à démarrer ou à consolider des projets générateurs de revenus autonomes » (Gendron et Bourque, 2003, p. 57). Au Québec, par exemple, la *Caisse d'économie solidaire Desjardins* (CESD) « a mis au point des produits exclusifs tels que l'épargne solidarité, le prêt dépannage pour les organisations coopératives se retrouvant en situation critique, ainsi qu'un programme pour les coopératives d'habitation » (Bourque et Simard, 2004, p. 20).

La microfinance occupe ainsi une place importante au sein de la finance solidaire, puisqu'elle est principalement dédiée à des personnes ou des groupes de personnes qui ne sont généralement pas admissibles au crédit des banques (Chao Beroff et Prébois, 2001, p. 9). Ces personnes empruntent en effet de petites sommes d'argent afin de se doter d'une source de revenus pour subvenir à leurs besoins et à ceux de leurs proches et la gestion de tels prêts est peu intéressante pour les banques. Il faut cependant mentionner que toute microfinance n'est pas solidaire par définition (Amouroux, 2003, p. 71). En effet, n'est pas considérée comme de la finance solidaire la microfinance « pré-bancaire » ou « minimaliste », qui « prône l'institutionnalisation en banques commerciales pour accéder au marché monétaire [et] une rentabilité élevée pour attirer des investisseurs privés ». Celle-ci est davantage orientée en fonction des bailleurs de fonds qui, « hostiles aux risques », adoptent facilement la « vision technocratique et bancaire » de l'investissement communautaire basée sur des « standards de performance » (Chao Beroff et Prébois, 2001, p. 11)³⁸, lesquels sont axés sur « des objectifs financiers au détriment des objectifs sociaux » (Chao Beroff et Prébois, 2001, p. 10). Lorsqu'on parle de microfinance dans une perspective de finance solidaire, on se réfère plutôt à une microfinance qualifiée de « maximaliste », qui se veut au contraire un outil « au service du développement humain et sociétal » (Amouroux, 2003, p. 68)³⁹. Ce type de microfinance « œuvre dans un environnement de pauvreté, d'exclusion ou de difficulté d'accès aux services

³⁷ Cf. aussi Loiselet, 2000, p. 3.

³⁸ Cf. aussi Amouroux, 2003, p. 68.

³⁹ Cf. aussi Chao Beroff et Prébois, 2001, p. 11.

financiers » (Chao Beroff et Prébois, 2001, p. 13)⁴⁰ et « agira toujours en fonction des contextes et des milieux, qu'elle cherchera à connaître, pour mieux les servir et les valoriser » (Chao Beroff et Prébois, 2001, p. 11)⁴¹.

C'est ce qui fait dire à certains que l'efficacité de la finance solidaire est contextuelle, liée aux situations sociales existantes (Chao Beroff et Prébois, 2001, p. 12) et « due à la proximité avec les clients, à la qualité des services, à la possibilité d'évaluer leur adéquation aux besoins des clients » (Amouroux, 2003, p. 71). La finance solidaire est donc tributaire des liens sociaux qui, à leur tour, favorisent l'intégration des personnes « les plus vulnérables » ou de celles qui sont « temporairement fragilisées dans l'économie » en leur permettant, par le biais de la solidarité et de divers apprentissages, d'être ou de redevenir acteur social : « Ces liens, développés dans un cadre de confiance et d'empathie, rendent "bancables" financièrement et culturellement des personnes totalement "non bancables" précédemment » (Chao Beroff et Prébois, 2001, p. 9). Les résultats visés par cette stratégie de la FSR sont d'ailleurs plus qualitatifs que quantitatifs (Gendron et Bourque, 2003, p. 57) et la rentabilité qui en découle se profile à long terme (Amouroux, 2003, p. 71; Chao Beroff et Prébois, 2001, p. 17). Elle implique un « engagement moral de laisser ses fonds à la disposition de l'entreprise, le temps que le projet financé génère des revenus » (Déjean, 2005, p. 25).

Cette finance repose donc sur le renforcement des liens et la valorisation du capital social, lequel représente « un capital collectif qui appartient au groupe et lui permet d'assurer sa cohésion, sa pérennité et son action » (Chao Beroff et Prébois, 2001, p. 12)⁴². Ce capital social « est la résultante de l'interaction entre les valeurs partagées des individus et les institutions et structures dont ils se sont dotés pour se rapprocher de ces valeurs » (Chao Beroff et Prébois, 2001, p. 12). En somme, la finance solidaire « s'inscrit le plus souvent dans la perspective du développement économique communautaire, qui se définit comme une stratégie multifonctionnelle et globale conçue et dirigée localement, dans le but de contribuer à la revitalisation et au renouvellement des économies des communautés locales » (Gendron et Bourque, 2003, p. 56). C'est ce qui fait en sorte que si les produits de la finance solidaire « existent dans les pays industrialisés, ils sont davantage proposés dans les pays en développement, à l'initiative d'ONG locales et internationales » (Déjean, 2005, p. 25). Ainsi, certains de ces produits « permettent de financer des projets exclus des circuits financiers

⁴⁰ C f. aussi Amouroux, 2003, p. 69.

⁴¹ Cf. aussi Amouroux, 2003, p. 68.

⁴² Cf. aussi Gendron et Bourque, 2003, p. 57 : la finance solidaire « passe aussi par la reconstruction du capital social des communautés ».

classiques comme par exemple des projets de réinsertion des personnes par le travail, des projets écologiques ou encore des projets de développement Nord-Sud » (Déjean, 2005, p. 24).

1.3.1 Finance solidaire et FSR

Considérée comme la stratégie de la FSR la moins utilisée (Loiselet, 2000, p. 10; Schueth, 2003, p. 192)⁴³, la finance solidaire se distingue nettement du placement tamisé, d'abord parce qu'elle ne transite pas par les marchés boursiers, mais consiste plutôt à investir directement dans des entreprises ou des projets répondant à des critères spécifiques, et ensuite parce qu'elle « ne poursuit pas un objectif financier ». En effet, ses « sous-scripteurs renoncent à une fraction du revenu de leur placement » (Déjean, 2005, p. 24)⁴⁴, ce qui n'est habituellement pas le cas du placement tamisé. De plus, les attentes face aux bénéficiaires des fonds sont fort différentes. Se référant à Sparkes, Sandberg et ses collaborateurs soutiennent d'ailleurs que, n'ayant pas une finalité financière suffisante, l'investissement communautaire ne devrait pas être considéré comme « une composante du “SRI” [*socially responsible investment*] », mais devrait plutôt être nommé “SDI, *socially directed investment* ». Le “SDI” serait principalement caractérisé par le fait que « l'épargnant accepte délibérément un rendement sous le marché dans le but d'aider les autres; ce qui n'est certainement pas l'intention de la FSR » (Sandberg et al., 2009, p. 521). On peut notamment observer cette division en France, où « la finance solidaire n'est pas encore considérée comme une partie intégrante de la finance socialement responsable » (Déjean, 2005, p. 26)⁴⁵, celle-ci se limitant pour l'instant en général aux stratégies liées au placement que sont le placement tamisé et l'activisme actionnarial.

Cela dit, la tendance globale n'en demeure pas moins une inclusion de la finance solidaire dans le groupe de la FSR. Même en Europe et en France, il semble que commence à se développer « une approche intégrée de la finance solidaire, grâce aux gestionnaires socialement responsables les plus engagés » (Déjean, 2005, p. 25-26). De tels développements ont des conséquences pour la FSR. D'abord, une modification des critères de sélection du placement tamisé pour prendre en compte l'engagement des entreprises envers « des communautés défavorisées et des secteurs d'activité en développement » (Déjean, 2005, p. 25-26). Ensuite,

⁴³ « Aux États-Unis, selon les chiffres du Social Investment Forum de 2005, 20 milliards des 2 290 milliards de dollars US de la FSR vont à l'investissement communautaire. Au Canada, l'AIR calcule, qu'en 2004, l'investissement communautaire ne canalisait que 546 millions des 65 milliards de dollars CAN de la FSR. Dans les deux cas, il s'agit de 0,8 % du total » (ARUC-ÉS, 2007, p. 14).

⁴⁴ Cf. aussi Loiselet, 2000, p. 3.

⁴⁵ Cf. aussi Louche et Lydenberg, 2006, p. 13 ainsi que Strandberg, 2005, p. 20.

un élargissement des pratiques de placement tamisé, de sorte que de plus en plus, « une partie des ressources collectées dans les fonds de placement sont consacrées à des investissements en capital-risque dans des institutions de finance solidaire ou dans des entreprises innovantes par exemple en matière environnementale » (Déjean, 2005, p. 25-26). Nous verrons plus loin que cette dernière implication ouvre d'ailleurs la voie à la considération d'une quatrième stratégie de FSR, soit celle du capital de développement.

1.3.2 Défis et limites de la finance solidaire

Comme on peut s'en douter, la finance solidaire n'est pas sans défis et sans limites. Mentionnons notamment qu'étant donné les prêts très modiques qu'elle suppose bien souvent, cette stratégie de la FSR implique des coûts assez importants, sans compter ceux rattachés aux services prodigués aux bénéficiaires, comme la formation ou le soutien technique (Hudson et Wehrell, 2005, p. 286). Qui plus est, ces « projets ancrés dans les communautés [...] rencontrent des limites lorsqu[...]il s'agit de passer à une phase plus commerciale et de changer d'échelle » (Chao Beroff et Prébois, 2001, p. 16).

Mais les deux principaux problèmes rencontrés par la finance solidaire concernent la « disponibilité du financement » et les « conditions préalables au développement d'une spécialisation au sein du monde financier ». Pour les acteurs de la finance solidaire, il est en effet « urgent de modifier les pratiques et les réglementations dans le domaine des conventions comptables pour permettre une meilleure évaluation des activités des entreprises collectives reflétant leur juste valeur ». Cette préoccupation explicitée par l'*Alliance de recherche universités-communautés en économie sociale* (ARUC-ÉS) met en relief les « préjugés sur les risques associés à ces entreprises, entraînant moins d'investissement potentiel ». Qui plus est, ces préjugés « sont souvent renforcés par la législation et la réglementation qui correspondent aux structures et objectifs des entreprises privées et qui sont appliquées avec peu de modifications ou de souplesse aux entreprises collectives. Pour investir solidairement, les contraintes sont souvent structurelles ou institutionnelles » (ARUC-ÉS, 2007, p. 16). Pour remédier au manque de capital qui en découle, l'ARUC-ÉS propose ainsi de mettre en œuvre le processus de "*securitization*", soit :

de regrouper un certain nombre de prêts et d'émettre des titres représentant ces actifs [...] Cette innovation répond au défi d'approvisionnement en capital en créant des moyens d'attirer un plus grand nombre d'investisseurs, souvent réticents en raison d'une

perception de risque plus élevé et de la faible performance des initiatives en développement communautaire (ARUC-ÉS, 2007, p. 33).

À l'inverse cependant, certains soulèvent les dangers, pour la finance solidaire et la microfinance, de tenter de trop s'adapter aux standards de la finance conventionnelle et d'entreprendre une « "marche forcée" vers la rentabilité », ce qui risquerait d'entraîner « l'abandon des liens sociaux » qui la fondent (Chao Beroff et Prébois, 2001, p. 11).

1.4 Capital de développement

La stratégie du capital de développement a été forgée principalement au Québec en vue de combler le « criant besoin de capital-risque⁴⁶ dont souffrait la province, tout en consolidant la situation financière de certaines entreprises en situation précaire » (Gendron, 2002, p. 6). Elle y voit officiellement le jour en 1983, lors de la création du *Fonds de solidarité FTQ* par la *Fédération des travailleurs et des travailleuses du Québec* (FTQ) en réponse au chômage qui s'accroît alors au Québec (Plant, 2002, p. 4; Gendron, 2002, p. 6). En 1995, c'est au tour de la *Confédération des syndicats nationaux* (CSN) de créer *Fondaction*, le *Fonds CSN pour la coopération et l'emploi* (Gendron, 2002, p. 6; Mendell et al., p. 50; Bourque et Simard, 2004, p. 21). Et si, comme on peut le constater, les organisations syndicales sont les pionnières du capital de développement, cela n'empêche toutefois pas d'autres organisations de rejoindre le mouvement, notamment *Capital régional et coopératif Desjardins* (CRCD). Par le biais du capital de développement, ces organisations invitent les travailleurs et les bailleurs de fonds « à placer leur épargne dans un fonds dont la mission première est de fournir du capital[-]risque investi dans des projets créant des emplois au Québec » (Plant, 2002, p. 4). Elles visent ainsi à créer une « nouvelle finance solidaire territorialisée, axée sur les besoins des collectivités » (Gendron et Bourque, 2003, p. 52).

Il importe de préciser que si le capital de développement a pris racine au Québec, c'est aussi parce qu'il a été favorisé par l'État. En effet, il a émergé d'une législation québécoise qui, en échange de privilèges fiscaux intéressants pour leurs souscripteurs, leur « impose [...] l'obligation de combiner l'objectif de rendement à des objectifs de création d'emplois, de développement économique, de participation et de formation des travailleurs ». Ainsi, 60 % des actifs des fonds de capital de développement sont destinés à des « participations directes dans des PME québécoises, le reste pouvant être utilisé sous forme de placements en obligations ou en valeurs mobilières » (Gendron et Bourque, 2005, p. 56). Soulignons par ailleurs que pour procéder à l'évaluation des utilisateurs de ce 60 % de leurs actifs, les fonds de travailleurs ont développé le « bilan social », un instrument d'analyse qui s'ajoute à l'évaluation financière (Gendron, 2002, p. 6). Cet outil leur permet « d'examiner l'historique, en matière de relations avec les employés, la communauté, les fournisseurs et les clients, des entreprises dans lesquelles ils envisagent investir » (AIR/SIO, 2009, p. 12). Il est par ailleurs intéressant de noter que la syndicalisation ne figure pas parmi les critères retenus (Gendron, 2002, p. 6).

⁴⁶ Le capital-risque ou capital de risque désigne un « financement sans garantie sous forme d'équité et de quasi-équité » (Lévesque et al., 2008, p. 13).

Au Canada, certains syndicats ont suivi l'exemple québécois en créant des fonds similaires (Plant, 2002, p. 4). Le capital de développement existe également dans d'autres pays, notamment « dans les pays de tradition anglo-saxonne » (Gendron et Bourque, 2003, p. 56), mais de façon différente. Dans ces derniers en effet, plutôt que de créer des fonds de travailleurs, les syndicats incitent les caisses de retraite à s'engager « dans des pratiques d'investissement à vocation économique (IVÉ) » (Bourque et Simard, 2004, p. 17) – ou « *economically targeted investments* » (ETI) –, lesquelles « visent à combler des lacunes de financement qui entraînent des sous-investissements dans certains secteurs » (Gendron et Bourque, 2003, p. 56). Les IVÉ sont des « pratiques d'investissement direct qui recherchent explicitement des « bénéfices collatéraux », tels la création d'emplois, le développement économique régional ou la construction de logements abordables » (Bourque et Simard, 2004, p. 17), et s'apparentent donc au capital de développement tel que pratiqué au Québec.

Plus récemment, on a par ailleurs vu émerger des fonds de capital de risque soutenant le développement durable et la protection de l'environnement. Ces fonds, qui servent par exemple à financer le secteur des technologies propres, « un thème d'investissement qui s'inspire de plusieurs secteurs et qui est fondé sur la conviction que l'investissement dans des industries et des processus durables procurera à long terme des rendements supérieurs à la moyenne » (AIR/SIO, 2009, p. 8), sont considérés comme des fonds de capital de développement.

1.4.1 Capital de développement et FSR

Pour la majorité des auteurs et des acteurs du domaine, la FSR se limite aux stratégies discutées précédemment, soit le placement tamisé, l'activisme actionnarial et, dans certains cas, la finance solidaire. Or, pour quelques auteurs, une quatrième stratégie doit être considérée. Il s'agit du capital de développement, qui constitue « une forme de capital-risque dont le rendement anticipé sur les investissements ne vise pas tant à maximiser qu'à pérenniser l'activité économique » (Gendron et Bourque, 2003, p. 55-56). Le capital de développement recoupe ainsi en partie ce que d'autres appellent la « finance sociale » ou le « capital de risque social », qui consiste en des « placements sous forme de dette et d'actions dans des organismes sans but lucratif, visant des objectifs sociaux ou environnementaux ainsi qu'un rendement financier » (AIR/SIO, 2009, p. 17).

1.4.2 Capital de développement et finance solidaire

Bien qu'il soit associé au capital de risque par les anticipations de rendement en fonction des risques encourus, le capital de développement s'en démarque par ses visées de développement économique local et régional, de création et de maintien d'emplois. D'autre part, ces objectifs socio-économiques rapprochent la stratégie de capital de développement de celle de la finance solidaire à plusieurs égards (Hanin, 2006, p. 82; Déjean, 2005, p. 26). Elle s'en distingue toutefois par le fait qu'elle ne vise pas, en principe, la même « clientèle », la finance solidaire s'adressant plutôt aux « entreprises collectives et [aux] milieux défavorisés » (ARUC-ÉS, 2007, p. 16). Elles font en outre appel à des instruments de financement différents et reposent sur des attentes en matière de rendement financier qui se distinguent elles aussi.

Cela dit, il n'en demeure pas moins que ces deux stratégies d'investissement tendent parfois à se chevaucher, voire à s'amalgamer, et il n'est donc pas toujours évident de les distinguer clairement. C'est notamment le cas aux États-Unis, où les "*economically targeted investments*" (ETI) se rapprochent de "l'investissement communautaire" – que nous avons abordé dans la section sur la finance solidaire – ainsi qu'en France, où – tel que mentionné dans la même section –, on commence à offrir du « capital-risque [à] des institutions de finance solidaire » (Déjean, 2005, p. 26). On peut aussi observer de telles hybridations au Québec, où le Réseau d'investissement social (RISQ) « constitue un fonds de capital de risque [...] destiné exclusivement aux entreprises d'économie sociale » (Mendell et al., 2003, p. 55)⁴⁷, qui sont habituellement les bénéficiaires de la finance solidaire.

1.4.3 Défis et limites du capital de développement

Étant données les préoccupations sociales, environnementales et financières du capital de développement, il « suppose des gouvernances faisant place à des nombreuses parties prenantes (*stakeholders*) ». Bien que cet aspect soit « prometteur », il complique « les décisions d'investissement [...], ne serait-ce que parce que l'intérêt collectif (p. ex., l'emploi) et l'intérêt général (la qualité de vie) ne coïncident pas toujours » (Mendell et al., 2003, p. 58-59). On peut notamment soupçonner des tensions potentielles entre les objectifs de création d'emploi et de

⁴⁷ Mendell et ses collaborateurs classent le RISQ dans les fonds hybrides : « Les fonds hybrides le sont par leur capitalisation ou leur gestion, soit encore par les deux. Les formes les plus fréquentes sont celles des fonds locaux dont la capitalisation provient souvent de l'État avec une gouvernance relativement autonome. Il existe également d'autre variante faisant appel à la participation aussi bien du secteur privé que des autres secteurs comme c'est le cas du Réseau d'investissement social du Québec (RISQ) qui est par ailleurs voué au financement des entreprises d'économie sociale » (Mendell et al., 2003, p. 55).

développement régional et les préoccupations pour l'environnement et le développement durable qui ont émergé plus récemment comme objectifs de certains fonds de capital de développement. Leur arrimage peut ainsi relever du défi, et implique « des choix éclairés qui ne peuvent être faits sans démocratie et sans expertise appropriée » (Mendell et al., 2003, p. 58-59).

2 Différentes typologies des stratégies de la FSR

Si la référence à une ou plusieurs des stratégies qui ont été abordées constitue un incontournable dans la littérature sur la FSR – celles-ci formant la catégorisation désormais reconnue tant dans la recherche que dans la pratique de la FSR –, tous les auteurs ou acteurs n'articulent cependant pas les liens entre elles de façon identique. On peut ainsi considérer qu'ils proposent différentes typologies des stratégies de la FSR.

Les auteurs et acteurs français, par exemple, réservent généralement l'expression "investissement socialement responsable" au placement tamisé à partir de critères négatifs ou positifs⁴⁸ et à l'activisme actionnarial, alors qu'ils considèrent la finance solidaire comme une catégorie distincte de l'investissement responsable (Déjean, 2005, p. 24-26). D'autres, tels que l'association professionnelle *Finansol*⁴⁹ notamment, considèrent plutôt que l'ISR comporte « deux secteurs différents et complémentaires » : la finance solidaire d'une part et la finance éthique d'autre part, cette dernière référant au placement dans des fonds éthiques qui sélectionnent « les grandes entreprises (en général cotées en bourse) ayant les meilleures pratiques en matière sociétale et environnementale »⁵⁰, soit le placement tamisé sur la base de critères positifs ou l'approche "best of sector".

Plus innovatrice, la typologie proposée de notre côté de l'Atlantique par l'*Association canadienne pour l'Investissement Responsable (AIR) – Social Investment Organization (SIO)* en anglais – suggère plutôt d'aborder la FSR en termes de « stratégies d'ISR de base » d'une part, et en termes de « stratégies d'ISR élargies » d'autre part. Dans cette perspective, on distingue les stratégies de la FSR en fonction du type de sélection auxquelles elles recourent.

Ainsi, selon l'AIR, les « stratégies d'ISR de base » misent sur « un processus d'investissement fondé sur les valeurs éthiques qui consiste à sélectionner et à gérer les investissements conformément à des opinions préétablies concernant les conséquences éthiques des choix d'investissements ». Elles « reposent sur l'idée fondamentale que les placements contribuent à des conséquences prévisibles et mesurables pour les parties prenantes et l'environnement » (AIR/SIO, 2009, p. 7). Trois stratégies font partie de cette première catégorie : le placement

⁴⁸ Rappelons que les deux types de placement qui en résultent sont associés par de Brito et ses collaborateurs respectivement à l'« ISR éthique » et à l'« ISR de performance » (de Brito et al., 2005, p. 17).

⁴⁹ Finansol est une association professionnelle fondée en 1995 qui « fédère les financeurs solidaires et les établissements financiers. Sa mission est de développer la solidarité dans l'épargne et la finance » (http://www.finansol.org/UPLOAD/rubrique/pages/60/60_rubrique.php, consulté le 30 juillet 2009).

⁵⁰ Site de Finansol : http://www.finansol.org/UPLOAD/article/pages/51_article.php consulté le 11 décembre 2008. Cf. aussi Morand, 2002, p. 52 : cette auteure utilise l'expression « placement responsable », qui englobe le placement tamisé, l'activisme actionnarial, ainsi que le placement solidaire.

tamisé sur la base de critères d'exclusion ou d'inclusion, l'investissement communautaire (que nous avons ici appelé "finance solidaire") ainsi que les prêts socialement responsables (AIR/SIO, 2009, p. 7).

Les « stratégies d'ISR élargies » s'appuient pour leur part sur la sélection et la gestion des placements et investissements en fonction d'un ensemble de critères, généralement des facteurs ESG tels que décrits précédemment, en faisant abstraction de ce que l'AIR appelle des « valeurs éthiques ». Il s'agit donc de stratégies mises en œuvre dans « une optique de fiduciaire, fondée sur une conviction et des preuves que la prise en compte des questions environnementales, sociales et de gouvernance d'entreprise dans le cadre du processus d'investissement contribuera à réduire le risque et à accroître le rendement » (AIR/SIO, 2009, p. 7). Trois stratégies figurent dans cette seconde catégorie : le placement tamisé sur la base de facteurs ESG, l'activisme actionnarial –plus spécifiquement « les démarches d'engagement auprès des entreprises et le vote par procuration sur les questions ESG » –, et finalement le capital de développement, que l'association décrit comme du « capital de risque soutenant le développement durable » (AIR/SIO, 2009, p. 8).

Enfin, une autre typologie de la FSR nous apparaît particulièrement pertinente. Il s'agit de l'approche proposée par Bourque et ses collaborateurs, selon laquelle placement et investissement constituent des activités nettement différentes. Ainsi, les stratégies de la FSR doivent être distinguées selon qu'elles se rattachent à l'une ou l'autre de ces activités financières. Dans cette perspective, on parlera d'une part de stratégies de "placement" responsable pour désigner le placement tamisé et l'activisme actionnarial, et d'autre part de stratégies d' "investissement" responsable que sont la finance solidaire et le capital de développement (Gendron et Bourque, 2003, p. 54-55; ARUC-ÉS, 2007, p. 13).

3 Éthique et pratiques de la FSR

L'examen des différentes stratégies de la FSR et de ses typologies nous en dit long sur les pratiques qui la caractérisent, de même que sur leur évolution. Cela dit, il peut être fort instructif d'envisager la finance socialement responsable selon une perspective différente, en prenant une certaine distance vis-à-vis des catégories usuelles de la finance comme telle. Ce troisième chapitre nous permettra de lancer quelques pistes quant à ce que peut apporter un regard éthique sur ce monde en pleine ébullition.

Il nous faut d'abord mentionner qu'une perspective éthique peut inverser la vision précédemment proposée et s'ancrer d'abord dans la réalité des acteurs. En effet, plutôt que de partir des stratégies qu'adoptent les bailleurs de fonds qui souhaitent placer ou investir leurs économies de façon responsable, une réflexion de nature éthique prendra pour point de départ les acteurs individuels ou collectifs et leurs préoccupations. Selon cette perspective, on présume que la décision de placer ou d'investir ses économies de façon responsable découle d'une tension entre les valeurs, convictions ou préoccupations d'un individu ou d'un groupe d'individus et celles des entreprises ou des véhicules de placement et d'investissement. Or, pour des raisons à la fois personnelles, géographiques, culturelles, etc., les valeurs, convictions et préoccupations des individus et des groupes varient entre elles et évoluent au fil du temps. Les façons d'envisager le caractère responsable des pratiques financières de ces individus et de ces groupes risquent donc, elles aussi, de varier et d'évoluer de façon substantielle.

3.1 Les différentes "éthiques" des bailleurs de fonds socialement responsables

Cette section fait état principalement de la perspective adoptée par Paul Dembinski et ses collaborateurs (2003), qui ont identifié quatre grandes catégories de préoccupations animant les bailleurs de fonds socialement responsables : l'éthique des valeurs ou de la conviction, l'éthique de la fructification, l'éthique de l'impact ou des conséquences, et enfin l'éthique comme critère financier de sélection.

3.1.1 L'éthique des valeurs ou de la conviction

Cette première catégorie renvoie aux valeurs et convictions du bailleur de fonds qui se manifestent dans sa volonté d'exclure certains types d'entreprises (Dembinski et al., 2003, p. 206). Ce bailleur de fonds ne cherche pas à transformer le comportement de l'entreprise, il tient simplement à respecter sa conscience qui lui interdit de la soutenir. Autrement dit, il souhaite assurer la « cohérence entre ses convictions et ses choix financiers en vue d'atteindre la paix de l'esprit » (Dembinski et al., 2003, p. 206).

Pour identifier les entreprises qu'ils excluent, les bailleurs de fonds procèdent à une analyse à partir de critères négatifs (armes, tabac, jeux, etc.), employant ainsi une stratégie de placement tamisé à partir de critères d'exclusion. Quant à la sélection d'entreprises où ils se permettront d'investir, elle apparaît plus délicate et implique que le bailleur de fonds établisse des « seuils de pureté » à ne pas franchir (Dembinski et al., 2003, p. 207).

3.1.2 L'éthique de la fructification

Cette deuxième catégorie de préoccupations, qui mise sur la fructification du capital investi, requiert un engagement à long terme de la part du bailleur de fonds, engagement ne pouvant se fonder que sur la confiance. Il s'agit d'un partenariat avec l'entreprise, qui garantit informellement que le bailleur ne se désengagera pas aux premières difficultés rencontrées par cette dernière. Son investissement est donc « exposé aux conséquences économiques qu'auront les recommandations qu'il sera tenté de proposer à l'entreprise en fonction de ses convictions éthiques » (Dembinski et al., 2003, p. 207). Cette seconde catégorie s'apparente à la finance solidaire, ainsi qu'au capital de développement.

3.1.3 L'éthique de l'impact ou des conséquences

Préoccupé par l'impact et les conséquences des activités des entreprises dans lesquelles il place son argent, le bailleur de fonds cherchera dans ce cas à faire adopter à ces entreprises – tout comme aux intermédiaires financiers par le biais desquels il procède à ses placements –, des pratiques et des activités correspondant à ses propres standards éthiques. Dans le cas de cette catégorie, il s'agit donc moins « d'approuver des façons de faire que d'initier un changement dans le comportement des entreprises ciblées, et ce, en accord avec certaines valeurs morales » (Dembinski et al., 2003, p. 207). Ce qui est ultimement visé par le bailleur de fonds n'est pas d'améliorer la performance financière de l'entreprise, mais le bien commun. Il veut produire sur l'entreprise un « impact tangible [...] plus grand que le poids financier de son placement » et qui « s'étende même à la sphère de la finance toute entière » (Dembinski et al., 2003, p. 207-208) : « il tente de créer un effet de levier » (« *leavening effect* ») (Dembinski et al., 2003, p. 208).

Pour y parvenir, le bailleur de fonds utilise les différents mécanismes associés à l'activisme actionnarial :

dialogue régulier avec les entreprises, activisme des actionnaires qui s'expriment aux assemblées générales annuelles et affirment aussi parfois leur désapprobation ou leur désaccord fondamental, campagnes médiatiques possiblement menées avec d'autres acteurs comme les consommateurs ou les ONG qui sont les porte-parole de la société civile. En d'autres mots, le choix des moyens est vaste : il va du blâme à la lutte de pouvoir (Dembinski et al., 2003, p. 208).

De plus, il cherchera à établir « de solides alliances à l'extérieur des institutions financières », ce qui peut l'amener à s'impliquer dans « l'action politique en vue de faire changer la législation » (Dembinski et al., 2003, p. 208).

3.1.4 L'éthique comme critère financier de sélection

Dans cette dernière catégorie, l'éthique n'est plus la motivation en tant que telle, mais devient plutôt « un critère financier de sélection » du placement ou de l'investissement. Le bailleur de fonds « n'attache pas une signification éthique » à son geste, mais considère qu'à plus ou moins long terme, « les agents économiques qui respectent un certain nombre de valeurs éthiques présentent une plus grande probabilité d'améliorer leur performance économique que ceux qui ne prennent pas en compte ces valeurs de façon aussi systématique ». Ainsi, il suppose que l'utilisation d'un critère de sélection éthique devrait lui procurer des avantages économiques et

ne se soucie pas de diminuer les risques extra-financiers des activités de l'entreprise (Dembinski et al., 2003, p. 208).

Pour Dembinski et ses collaborateurs, « cette attitude purement stratégique pose un problème sur le plan éthique, puisque le bailleur de fonds sera tenté de rechercher une information exclusive », afin de se ménager un avantage concurrentiel (Dembinski et al., 2003, p. 209). Ce faisant, elle amène à s'interroger sur la responsabilité sociale qu'assument véritablement les bailleurs de fonds lorsqu'ils pratiquent la FSR dans une telle perspective. Les auteurs considèrent en fait qu'il ne s'agit alors plus d'une pratique de FSR, et n'y rattachent aucune des stratégies abordées précédemment. On peut toutefois penser que tout placement faisant l'objet d'un tamisage socialement responsable pourrait servir les visées de ce type de bailleur de fonds. C'est particulièrement le cas du tamisage sur la base de critères ESG, qui ne prétendent pas découler d'une position "éthique", mais constituent plutôt une évaluation plus globale et nuancée de l'ensemble des risques extra-financiers d'un placement. De même, un placement dans un fonds de capital de développement – tel les fonds de travailleurs – peut parfaitement être fait dans une perspective instrumentalisant l'éthique dans le but de favoriser une meilleure performance financière.

3.2 Une perspective éthique pragmatique

La typologie proposée par Dembinski et ses collaborateurs est intéressante, car elle permet de dépasser les stratégies adoptées par les acteurs de la FSR pour explorer aussi leurs motivations et préoccupations. Cela dit, ces dernières ne sont pas toujours évidentes à cerner et révéler, d'autant qu'elles évoluent nécessairement au fil du temps.

Ainsi, il pourrait s'avérer pertinent de pousser l'analyse des pratiques de la FSR proposée par Dembinski et ses collaborateurs un pas plus loin, en envisageant leur dimension "éthique" dans une perspective plus pragmatique. Cette démarche impliquerait de s'intéresser aux différentes valeurs et visées animant les acteurs de la FSR et au contexte dans lequel elles s'inscrivent, à la nature et l'application des critères de sélection que privilégient ces acteurs, aux intérêts qu'ils tentent de protéger, de même qu'à la façon dont ils évaluent les conséquences de leurs choix.

Bref, il s'agirait de mettre en lumière de façon approfondie quel "type" de responsabilité chaque acteur tente d'assumer en pratiquant la FSR. Sur quoi porte-t-elle? Envers qui s'exerce-t-elle? Par qui est-elle déterminée et évaluée?

Dans cette perspective, les différents acteurs, leurs préoccupations et leurs façons de les actualiser concrètement dans leurs pratiques de placement et d'investissement sont mis au centre de la réflexion. Les stratégies que nous avons abordées plus tôt, sans être exclues de l'analyse, sont quant à elles envisagées de façon complémentaire au positionnement de chaque acteur.

Conclusion

Comme nous l'avons vu, les stratégies décrites en première partie de cette note de recherche visent à favoriser le caractère "socialement responsable" des capitaux placés, prêtés ou investis. Ces stratégies ont connu une évolution substantielle depuis la naissance de la finance socialement responsable, passant de simples stratégies articulées autour de critères binaires et rigides à caractère fortement moral, à des stratégies aujourd'hui de plus en plus nombreuses et sophistiquées. Ces dernières reposent sur des analyses à facteurs multiples et mobilisent des modes d'action qui, loin de se limiter à la contestation des débuts du mouvement, vont maintenant jusqu'à la collaboration avec les destinataires des fonds qui se veulent "socialement responsables". Ces développements significatifs des pratiques de la FSR ont donné lieu à un certain pluralisme dans la façon de les envisager et de les catégoriser, pluralisme dont nous avons donné un bref aperçu dans le deuxième temps de la présente note de recherche.

Cependant, comme nous avons tenté de le mettre en relief dans le troisième et dernier temps de ce document, un tel portrait des pratiques de la FSR reste incomplet si on n'y ajoute pas une réflexion sur les motivations, préoccupations et intérêts qui guident les bailleurs de fonds, de même que ceux des acteurs à qui ils transfèrent dans une certaine mesure leurs responsabilités lorsqu'ils ne sélectionnent pas eux-mêmes leurs placements et investissements. C'est par conséquent ce que nous proposons de clarifier dans une note de recherche subséquente qui portera sur les acteurs de la FSR.

Bibliographie

- Aglietta, Michel et Laurent Berrebi. 2007. *Désordres dans le capitalisme*. Paris : Odile Jacob.
- Alliance de recherche universités - communautés en économie sociale (ARUC-ÉS). 2007. *Investir solidairement. Bilan et perspectives*. Montréal : Alliance de recherche universités - communautés en économie sociale (ARUC-ÉS) et Réseau québécois de recherche partenariale en économie sociale (RQRP-ÉS).
- Amouroux, Philippe. 2003. « La finance solidaire pour un autre projet de société ». *Revue du Mauss*, no 21, p. 66-72.
- Association Française de la Gestion Financière (AFG), Forum pour l'Investissement Responsable (FIR) et Eurosif. 2005. *Investissement socialement responsable: Code de transparence pour les fonds ISR Grand Public*. Paris : Association Française de la Gestion Financière (AFG).
- Association pour l'Investissement Responsable (AIR)/Social Investment Organization (SIO). 2008. *Association pour l'investissement responsable Rapport annuel 2008*. Toronto : Association pour l'Investissement Responsable (AIR)/Social Investment Organization (SIO).
- Association pour l'Investissement Responsable (AIR)/Social Investment Organization (SIO). 2009. *Revue 2008 de l'investissement responsable au Canada. Une enquête sur l'investissement responsable au Canada*. Toronto : Association pour l'Investissement Responsable (AIR)/Social Investment Organization (SIO).
- Boerner, Hank. 1994. « Public Interest and Shareholder targets: Council on Economic Priorities names "Worst Polluters" for 1993 – companies are 1994 targets for campaign for cleaner corporations ». *Corporate Governance & Accountability Update*, vol. 1, no 2, p. 1-4.
- Bourque, Gilles L., Andrée de Serres, Frédéric Hanin, Benoît Lévesque, Marguerite Mendell, Alissa Lauriault et Régis Milot. 2008. *Le portrait du placement responsable au Québec - Résultats de recherche*. Montréal : Alliance de recherche universités - communautés en économie sociale (ARUC-ÉS) et Réseau québécois de recherche partenariale en économie sociale (RQRP-ÉS).
- Bourque, Gilles L. et Daniel Simard. 2004. *Faire du capital un outil au service du travail : un point de vue syndical de la finance responsable*. Cégep de Chicoutimi : Éd. « Les classiques des sciences sociales ».
- Cappon, Natasha. 2008. « Principes de l'Équateur. Le financement de projets sous le signe d'une responsabilité accrue ». *Exportateurs avertis*. Printemps 2008, (http://www.edc.ca/french/publications_14554.htm).
- Chao Beroff, Renée et Antonin Prébois. 2001. *Finances solidaires*. Paris : Éditions Charles Léopold Mayer.

- Comité Intersyndical de l'Épargne salariale (CIES). 2007. *Rapport d'activité du Comité Intersyndical de l'Épargne salariale (CIES)*. Paris : Comité Intersyndical de l'Épargne salariale (CIES).
- Cumming, Douglas et Sofia Johan. 2007. « Socially responsible institutional investment in private equity ». *Journal of Business Ethics*, vol. 75, p. 395-416.
- De Brito, César, Jean-Philippe Desmerts, Valéry Lucas-Leclin et François Perrin. 2005. *L'investissement socialement responsable*. Paris : Economica.
- De Colle, Simone et Jeffrey G. York. 2009. « Why wine is not glue? The unresolved problem of negative screening in socially responsible investing ». *Journal of Business Ethics*, vol. 85, p. 83-95.
- De Prémont, Paule. 2001. « Les enjeux éthiques des fonds éthiques ». *Finance & Bien commun/Common Good*, no 8, p. 27-33.
- Deheuvels, Thierry. 2006. « ISR: un concept en devenir ». *Revue d'économie financière*, no 85, p. 1-10.
- Déjean, Frédérique. 2005. *L'investissement socialement responsable: Étude du cas français*. Paris : Vuibert.
- Dembinski, Paul H., Jean-Michel Bonvin, Édouard Dommen et François-Marie Monnet. 2003. « The ethical foundations of responsible investment ». *Journal of Business Ethics*, vol. 48, p. 203-213.
- Dion, Michel. 1998. *Investissements éthiques et régie d'entreprise: Entre la mondialisation et la mythologie*. Montréal : Médiaspaul.
- Dommen, Édouard. 2001. « Responsables certainement, mais d'investissements ou de placements? ». *Finance & Bien commun/Common Good*, no 6/7, p. 93-95.
- Eichinger, Marc. 2002. « Investissement socialement responsable et fonds éthiques. Quelles valeurs? ». *Problèmes économiques*, no 2745, p. 12-14.
- Ellmen, Eugene. 2008. « Socially responsible investing in Canada ». *Green Money Journal*, no Automne (<http://www.greenmoneyjournal.com/article.mpl?newsletterid=45&articleid=622>).
- Equator Principles. 2006. *Les « Principes de l'Équateur »*. Royaume-Uni : Equator Principles.
- Eurosif. 2008. *L'enquête eurosif évalue le marché européen de l'ISR à 2,665 milliards €*. Communiqué de presse.
- Fahrer, Steve. 1998. « Socially responsible investing ». *Dollars & Sense*, no 218, Jul/Aug, p. 32.
- Friend White, Catherine. 2005. « SRI best practice: Learning from the Europeans ». *Journal of Investing*, vol. 14, no 3, p. 88-93.

- Gendron, Corinne et Gilles L. Bourque. 2003. « Une finance responsable à l'ère de la mondialisation économique ». *L'Économie politique*, no 18/2, p. 50-61.
- Gendron, Corinne. 2002. « Des syndicats investisseurs. Fonds de pension à la québécoise ». *Le Monde diplomatique*, no Avril, p. 6.
- Ghoul, Wafica et Paul Karam. 2007. « MRI and SRI mutual funds: A comparison of christian, islamic (morally responsible investing), and socially responsible investing (SRI) mutual funds ». *Journal of Investing*, vol. 16, no 2, p. 96-102.
- Guay, Terrence, Jonathan P. Doh et Graham Sinclair. 2004. « Non-governmental organizations, shareholder activism, and socially responsible investments: Ethical, strategic, and governance implications ». *Journal of Business Ethics*, vol. 52, p. 125-139.
- Hanin, Frédéric. 2006. « La finance au service de la communauté: le rôle des investisseurs institutionnels publics dans le développement de la finance socialement responsable ». *Économie et solidarités*, vol. 17, no 1, p. 179-197.
- Hayes, Suzanne K. 2005. « Socially responsible mutual funds: Issues to consider when investing with your conscience ». *Journal of Financial Service Professionals*, vol. 59, no 5, p. 59-63.
- Hockerts, Kai et Lance Moir. 2004. « Communicating corporate responsibility to investors: The changing role of the investor relations function ». *Journal of Business Ethics*, vol. 52, no 1, p. 85-98.
- Hudson, Richard et Roger Wehrell. 2005. « Socially responsible investors and the microentrepreneur: A Canadian case ». *Journal of Business Ethics*, vol. 60, no 3, p. 281-292.
- Lévesque, Benoît, Marguerite Mendell, Gilles L. Bourque, Ralph Rouzier, Tassadit Zerdani, Marie J. Bouchard et Brenda Plant. 2008. *Le portrait de l'investissement responsable au Québec - Résultats de recherche*. Montréal: Alliance de recherche universités - communautés en économie sociale (ARUC-ÉS) et Réseau québécois de recherche partenariale en économie sociale (RQRP-ÉS).
- Loiselet, Éric. 2000. « L'investissement socialement responsable : genèse, méthodes et enjeux ». *L'Économie politique*, no 7, p. 6.
- Loiselet, Éric. 2003. « Investissement socialement responsable : l'âge de la diffusion ». *L'Économie politique*, no 18, p. 62-74.
- Louche, Céline et Steven Lydenberg. 2006. *Socially responsible investment: Differences between Europe and the United States*. Louvain: Vlerick Leuven Gent Management School.
- McLachlan, Jonathan et John Gardner. 2004. « A comparison of socially responsible and conventional investors ». *Journal of Business Ethics*, vol. 52, no 1, p. 11-25.

- Mendell, Marguerite, Benoît Lévesque et Ralph Rouzier. 2003. « Portrait du capital de développement au Québec: une première esquisse ». *Économie et solidarités*, vol. 34, no 1, p. 37-63.
- Morand, Pascale D. 2002. « Les placements responsables: oxymore ou réelles valeurs ajoutées? ». *Reflets et Perspectives*, vol. XLI, no 1, p. 51-64.
- Nilsson, Jonas. 2008. « Investment with a conscience: Examining the impact of pro-social attitudes and perceived financial performance on socially responsible investment behavior ». *Journal of Business Ethics*, vol. 83, no 2, p. 307-325.
- Nilsson, Jonas. 2009. « Segmenting socially responsible mutual fund investors. The influence of financial return and social responsibility ». *International Journal of Bank Marketing*, vol. 27, no 1, p. 5-31.
- Novethic. 2009. *Label ISR Novethic. Dossier de presse*. Paris : Novethic.
- Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE). 2004. *Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE*. Paris : Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE).
- O'Rourke, Anastasia. 2003. « A new politics of engagement: Shareholder activism for corporate social responsibility ». *Business Strategy and the Environment*, vol. 12, no 4, p. 227-239.
- Plant, Brenda. 2002. « Les investisseurs socialement responsables: qui sont-ils? - Une perspective canadienne ». *Techniques Financières et Développement*, no 67.
- Programme des Nations Unies pour l'Environnement Initiative financière (UNEP FI) et Pacte Mondial des Nations Unies. 2006. *Principes pour l'investissement responsable*. Paris : Rebus.
- Quarter, Jack, Isla Carmichael, Jorge Sousa et Susan Elgie. 2001. « Social investment by union-based pension funds and labour-sponsored investment funds in Canada ». *Relations industrielles*, vol. 56, no 1, p. 92-115.
- Sandberg, Joakim, Carmen Juravle, Ted Hedesström et Ian Hamilton. 2009. « The heterogeneity of socially responsible investment ». *Journal of Business Ethics*, vol. 87, no 4, p. 519-533.
- Schepers, Donald H. et S. Prakash Sethi. 2003. « Do socially responsible funds actually deliver what they promise? ». *Business and Society*, vol. 108, no 1, p. 487-508.
- Schueth, Steve. 2003. « Socially responsible investing in the United States ». *Journal of Business Ethics*, vol. 43, p. 189-194.
- Schwartz, Mark S. 2003. « The "ethics" of ethical investing ». *Journal of Business Ethics*, vol. 43, p. 195-213.

- Social Investment Forum Foundation. 2009. *Community Investing: Toolkit for the Faith Community*. Washington, DC : Social Investment Forum Foundation.
- Sparkes, Russell. 2001. « Ethical investment: whose ethics, which investment? ». *Business Ethics: A European Review*, vol. 10, no 3, p. 194-205.
- Stiglitz, Joseph. 2006. *Un autre monde. Contre le fanatisme du marché*, Paris : Fayard.
- Strandberg, Coro. 2005. *The future of socially responsible investment. Thought leader study*. Vancouver, BC : Vancity Credit Union.
- Vandekerckhove, Wim, Jos Leys et Dirk Van Braeckel. 2008. « A speech-act model for talking to management. Building a framework for evaluating communication within the SRI engagement process ». *Journal of Business Ethics*, vol. 82, p. 77-91.
- Vogel, David. 1978. *Lobbying the corporation. Citizen challenges to business authority*. New York : Basic Books.
- Vogel, David. 2005. *The market for virtue: the potential and limits of corporate social responsibility*. Washington, DC : Brookings Institution Press.
- Vyvyan, Victoria, Chew Ng et Mark Brimble. 2007. « Socially responsible investing: the green attitudes and grey choices of Australian investors ». *Corporate Governance: An International Review*, vol. 15, no 2, p. 370-381.
- Willis, Alan. 2003. « The role of the global reporting initiative's sustainability reporting guidelines in the social screening of investments ». *Journal of Business Ethics*, vol. 43, p. 233-237.

Lois

- Loi L.R.Q., chapitre F-3.1.2, *Loi constituant Fondation, le fonds de développement de la Confédération des syndicats nationaux pour la coopération et l'emploi* : http://www2.publicationsduquebec.gouv.qc.ca/dynamicSearch/telecharge.php?type=2&file=/F_3_1_2/F3_1_2.html.
- Loi L.R.Q., chapitre F-3.2.1, *Loi constituant le Fonds de solidarité des travailleurs du Québec (F.T.Q.)* : http://www2.publicationsduquebec.gouv.qc.ca/dynamicSearch/telecharge.php?type=2&file=/F_3_2_1/F3_2_1.htm

Sites internet

- Association des centres locaux de développement du Québec (ACLQ). 2008. *Programmes d'aide*. Site : http://www.aclq.qc.ca/ACLQ/index_f.aspx?DetailID=131, consulté le 12 juillet 2010.

- Association for Sustainable & Responsible Investment in Asia (ASRIA). 2010. *Introduction*. Site : <http://www.asria.org/asria/intro>, consulté le 19 juillet 2010.
- Association pour l'Investissement Responsable/Social Investment Organization (AIR/SIO). (s.d.)⁵¹. *Association pour l'investissement responsable*. Site : <http://socialinvestment.ca/francais/>, consulté le 3 juin 2009.
- Association pour l'Investissement Responsable/Social Investment Organization (AIR/SIO). (s.d.). *About the Social Investment Organization*. Site : <http://www.socialinvestment.ca/AboutSIO.htm>, consulté le 15 juillet 2009.
- Caisse de dépôt et placement du Québec. 2008. *Mission et valeurs : Excellence, rentabilité et développement économique*. Site : <http://www.lacaisse.com/fr/lacaisse/mission/Pages/mission.aspx>, consulté le 20 avril 2010.
- Caisse des Dépôts. 2010. *Caisse des Dépôts*. Site : <http://www.caissedesdepots.fr/accueil.html> consulté le 5 juillet 2010.
- CalPERS. 2010. *Corporate Governance*. Site : <http://www.calpers-governance.org/>, consulté le 21 juillet 2010.
- CalPERS. 2008. *Environmental Investment Initiatives*. Site : <http://www.calpers.ca.gov/index.jsp?bc=/investments/environ-invest/home.xml>, consulté le 21 juillet 2010.
- CERES. 2007. *About us*. Site : <http://www.ceres.org/Page.aspx?pid=415>, consulté le 9 juillet 2009.
- CERES. 2007. *Engagement & Disclosure: Global Reporting Initiative (GRI)*. Site : <http://www.ceres.org/Page.aspx?pid=435>, consulté le 9 juillet 2009.
- Comité catholique contre la faim et pour le développement (CCFD-Terre solidaire). (s.d.). *Qui sommes-nous?*. Site : http://www.ccfid.asso.fr/ewb_pages/q/qsn_histoire.php, consulté le 30 juillet 2009.
- Community Investing Center. 2009. *The 1% or More in Community Investing Campaign*. Site : <http://www.communityinvest.org/investors/campaign.cfm>, consulté le 29 juillet 2009.
- Concert. 2009. *Concert's Property Portfolio*. Site : <http://www.concertproperties.com/properties/index.php>, consulté le 19 octobre 2009.
- Desjardins. 2010. *Portefeuilles SociéTerre*. Site : http://www.desjardins.com/fr/particuliers/produits_services/epargne_placements/fonds_placement/fonds_desjardins/solutions_placement/societerre-achat-fonds.jsp, consulté le 6 juillet 2010.
- Ethiquette. (s.d.). *Ethiquette*. Site : <http://www.ethiquette.ca/>, consulté le 12 juillet 2010.

⁵¹ (s.d.) : sans date. Aucune date de la dernière mise à jour ou du copyright n'est affichée sur le site internet.

- Eurosif. 2006. *EU Institutions*. Site : http://www.eurosif.org/eu_eurosif/eu_institutions, consulté le 29 juillet 2009.
- Eurosif. 2006. *Mission*. Site : http://www.eurosif.org/about_eurosif/mission, consulté le 28 juillet 2009.
- Eurosif. 2006. *SIFS*. Site : http://www.eurosif.org/about_eurosif/sifs, consulté le 29 juillet 2009.
- Finansol. (s.d.). *Glossaire: Finance éthique, ISR*. Site : http://www.finansol.org/UPLoad/article/pages/51_article.php, consulté le 11 décembre 2008.
- Finansol. (s.d.). *Présentation du label*. Site : http://www.finansol.org/UPLoad/rubrique/pages/50/50_rubrique.php, consulté le 14 avril 2010.
- Finansol. (s.d.). *Présentation générale*. Site : http://www.finansol.org/UPLoad/rubrique/pages/60/60_rubrique.php, consulté le 30 juillet 2009.
- Fonds d'action québécois pour le développement durable (FAQDD). 2010. *Aperçu*. Site : http://www.faqdd.qc.ca/01_1_aperçu.asp, consulté le 27 juillet 2010.
- Global Reporting Initiative (GRI). 2007. *About GRI*. Site : <http://www.globalreporting.org/AboutGRI/WhoWeAre/>, consulté le 9 juillet 2009.
- Global Reporting Initiative (GRI). 2007. *Reporting Framework Downloads*. Site : <http://www.globalreporting.org/ReportingFramework/ReportingFrameworkDownloads/>, consulté le 15 juillet 2010.
- Global Reporting Initiative (GRI). 2007. *Reporting Framework Downloads: G3 Guidelines*. Site : <http://www.globalreporting.org/ReportingFramework/ReportingFrameworkDownloads/G3GuidelinesIndividualDownloads.htm>, consulté le 15 juillet 2010.
- Gouvernement du Québec. 2009. *Société locale d'investissement dans le développement de l'emploi (SOLIDE)*. Site : http://www.formulaire.gouv.qc.ca/cgi/affiche_doc.cgi?dossier=1258&table=0, consulté le 13 avril 2010.
- Interfaith Center on Corporate Responsibility (ICCR). 2004. *Interfaith Center on Corporate Responsibility*. Site : <http://www.iccr.org/>, consulté le 13 juillet 2009.
- Interfaith Center on Corporate Responsibility (ICCR). 2004. *About ICCR*. Site : <http://www.iccr.org/about/>, consulté le 13 juillet 2009.
- Investissement Québec (IQ). 2009. *Investissement Québec*. Site : <http://www.investquebec.com/fr/index.aspx>, consulté le 17 mai 2010.
- Investissement Québec (IQ). 2009. *Entrepreneuriat collectif : financement des entreprises de l'économie sociale*. Site : <http://www.investquebec.com/fr/index.aspx?page=1291>, consulté le 18 mai 2010.

- Investissements PSP Investments. 2007. *Investissements PSP Investments*. Site : <http://www.investpsp.ca/>, consulté le 5 juillet 2010.
- Investissements PSP. 2007. *Profil corporatif*. Site : <http://www.investpsp.ca/fr/profil-corporatif.asp>, consulté le 16 septembre 2009.
- Kairos. (s.d.). *À propos de Kairos*. Site : <http://www.kairoscanada.org/fr/qui-nous-sommes/kairos-description/>, consulté le 13 juillet 2009.
- Leon H. Sullivan Foundation. (s.d.). *Leon H. Sullivan Foundation*. Site : <http://www.thesullivanfoundation.org/gsp/principles/gsp/default.asp>, consulté le 26 juillet 2009.
- Nations Unies (ONU). (s.d.). *Pacte mondial : Contexte et fonctionnement*. Site : <http://www.un.org/fr/globalcompact/context.shtml>, consulté le 20 juillet 2010.
- Novethic. 2009. *Label ISR Novethic*. Site : <http://www.novethic.fr/novethic/v3/le-label-isr.jsp>, consulté le 6 octobre 2009.
- Novethic. 2009. *Novethic décerne un label à 92 fonds ISR*. Site : http://www.novethic.fr/novethic/finance/produits_financiers_isr/novethic_decerne_label_92_fonds_isr/121759.jsp?utm_source=newsletter&utm_medium=Email&utm_content=novethicInfo&newsletter=ok, consulté le 6 octobre 2009.
- Novethic. (s.d.). *Qui sommes-nous?*. Site : <http://www.novethic.fr/novethic/v3/qui-sommes-nous.jsp>, consulté le 1^{er} mars 2010.
- Office d'investissement du RPC. 2010. *L'Office d'investissement du RPC*. Site : <http://www.cppib.ca/fr/> consulté le 6 juillet 2010.
- Oikocredit. (s.d.). *Histoire*. Site : <http://www3.oikocredit.org/site/fr/doc.phtml?p=History2>, consulté le 29 juillet 2009.
- Oikocredit. (s.d.). *Pays-cibles*. Site : <http://www.oikocredit.org/fr/financer-votre-projet/pays-cibles>, consulté le 28 juillet 2010.
- Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE). (s.d.). *Histoire*. Site : http://www.oecd.org/pages/0,3417,fr_36734052_36761863_1_1_1_1_1_1,00.html, consulté le 23 juillet 2009.
- Pax World Investments. 2010. *Pax History*. Site : <http://www.paxworld.com/about/welcome-from-the-president/pax-history/>, consulté le 30 juin 2010.
- Planète Échiquier. 2007. *Les Principes d'Équateur*. Site : http://www.planete-echiquier.fr/index.php?option=com_content&view=article&id=266:les-principes-dequateur&catid=35:investissement-socialement-responsable&Itemid=57, consulté le 27 janvier 2010.
- Principles for Responsible Investments (PRI). (s.d.). *Signatories to the Principles for Responsible Investment*. Site : <http://www.unpri.org/signatories/>, consulté le 3 juin 2009.

- Regroupement pour la responsabilité sociale des entreprises (RRSE). (s.d.). *Historique*. Site : <http://www.rrse.org/historique>, consulté le 16 septembre 2009.
- Regroupement pour la responsabilité sociale des entreprises (RRSE). (s.d.). *Membres*. Site : <http://www.rrse.org/membres>, consulté le 25 août 2011.
- Réseau d'investissement communautaire du Canada, Coopérative (RICCC). 2005. *Au sujet du RICCC*. Site : http://www.communityinvestment.ca/index_fr.html, consulté le 13 octobre 2009.
- Responsible Investment Association Australasia (RIAA). (s.d.). *About RIAA*. Site : http://www.responsibleinvestment.org/html/s02_article/article_view.asp?id=462&nav_cat_id=233&nav_top_id=89, consulté le 18 mai 2010.
- Scarboro Missions. (s.d.). *Kairos*. Site : http://www.scarboromissions.ca/Justice_and_peace/kairos.php, consulté le 25 mai 2010.
- Social investment forum (SIF). 2010. *About us*. Site : <http://www.socialinvest.org/about/> consulté le 28 juillet 2009.
- Société générale de financement du Québec (SGF). 2010. *Portrait de la SGF*. Site : <http://www.sqfqc.com/fr/portrait-sqf/Portrait-SGF.htm>, consulté le 17 mai 2010.
- UK Sustainable Investment and Finance (UK SIF). 2010. *Key Milestones*. Site: <http://www.uksif.org/about/history> consulté le 21 juillet 2010.