

Collection

Études théoriques

no ET0512

**Le paradigme de l'investisseur
universel : un nouvel outil pour
penser les entreprises collectives
et promouvoir l'intérêt général**

Frédéric Hanin

sous la direction de
Benoît Lévesque

Rapport rédigé dans le cadre du
Projet de recherche : Entreprises
collectives et Régime de gouvernance

août 2005

Cahiers du CRISES – Collection Études théoriques – no ET0512
« **Le paradigme de l'investisseur universel : Un nouvel outil pour penser les entreprises collectives
et promouvoir l'intérêt général** »
Frédéric Hanin

ISBN : **2-89605-206-2**

Dépôt légal : septembre 2005

Bibliothèque nationale du Québec
Bibliothèque nationale du Canada

PRÉSENTATION DU CRISES

Notre Centre de recherche sur les innovations sociales (CRISES) est une organisation interuniversitaire qui étudie et analyse principalement « les innovations et les transformations sociales ».

Une innovation sociale est une intervention initiée par des acteurs sociaux pour répondre à une aspiration, subvenir à un besoin, apporter une solution ou profiter d'une opportunité d'action afin de modifier des relations sociales, de transformer un cadre d'action ou de proposer de nouvelles orientations culturelles.

En se combinant, les innovations peuvent avoir à long terme une efficacité sociale qui dépasse le cadre du projet initial (entreprises, associations, etc.) et représenter un enjeu qui questionne les grands équilibres sociétaux. Elles deviennent alors une source de transformations sociales et peuvent contribuer à l'émergence de nouveaux modèles de développement.

Les chercheurs du CRISES étudient les innovations sociales à partir de trois axes complémentaires : le territoire, les conditions de vie et le travail et l'emploi.

Axe innovations sociales et territoire

- Les chercheurs de l'axe territoire s'intéressent principalement aux rôles des acteurs sociaux, et à leurs pratiques innovatrices, dans les recompositions territoriales contemporaines. Ils étudient notamment l'émergence de réseaux sociaux et leurs liens avec de nouvelles formes de territorialité ; les relations entre les entreprises, les acteurs sociaux et les instances politiques locales ; les identités locales et leurs liens avec le développement économique et social ainsi que les modalités de gouvernance territoriale.

Axe innovations sociales et conditions de vie

- Les chercheurs de l'axe conditions de vie s'attardent à repérer, décrire et analyser des innovations sociales visant l'amélioration des conditions de vie, notamment en ce qui concerne la consommation, l'emploi du temps, l'environnement familial, l'insertion sur le marché du travail, l'habitat, les revenus, la santé et la sécurité des personnes. Ces innovations se situent, généralement, à la jonction des politiques publiques et des mouvements sociaux : services collectifs, pratiques de résistance, luttes populaires, nouvelles manières de produire et de consommer, etc.

Axes innovations sociales, travail et emploi

- Les membres de l'axe travail et emploi centrent leurs travaux sur l'organisation du travail, la régulation de l'emploi et la gouvernance des entreprises dans le secteur manufacturier, dans la fonction publique et dans l'économie du savoir. Les recherches portent sur les dimensions organisationnelles et institutionnelles de l'emploi et du travail. Elles concernent tant les syndicats et les entreprises que les politiques publiques et s'intéressent à certaines thématiques comme les stratégies des acteurs, le partenariat, la gouvernance des entreprises, les nouveaux statuts d'emploi, le vieillissement au travail, la formation et l'économie du savoir.

LES ACTIVITÉS DU CRISES

En plus de la conduite de nombreux projets de recherche, l'accueil de stagiaires post-doctoraux, la formation des étudiants, le CRISES organise toute une série de séminaires et de colloques qui permettent le partage et la diffusion de connaissances nouvelles. Les cahiers de recherche, les rapports annuels et la programmation des activités peuvent être consultés à partir de notre site Internet à l'adresse suivante : www.cris.es.uqam.ca.

Denis Harrison
Directeur



NOTES SUR L'AUTEUR

Frédéric HANIN est stagiaire postdoctoral au Centre de recherche sur les innovations sociales (CRISES) à l'Université du Québec à Montréal (UQAM).

TABLE DES MATIÈRES

LISTE DES FIGURES ET TABLEAUX.....	ix
RÉSUMÉ.....	xi
INTRODUCTION.....	1
1. L'ÉMERGENCE DU CAPITALISME DES FIDUCIAIRES.....	5
2. LE CONCEPT DE L'INVESTISSEUR UNIVERSEL.....	9
2.1. Définition.....	9
2.2. Les zones d'ombre du concept d'investisseur universel.....	13
2.2.1. L'existence de conflits d'intérêts.....	13
2.2.2. L'existence d'un effet d'éviction.....	14
2.2.3. La responsabilité publique du fiduciaire.....	16
3. LES IMPACTS DE L'ACTIVITÉ DE L'INVESTISSEUR UNIVERSEL.....	19
3.1. Les dimensions de l'activité de l'investisseur universel.....	19
3.2. Les caractéristiques de l'investisseur universel.....	21
3.2.1. L'évaluation de l'activité des entreprises.....	21
3.2.2. Les relations avec les pouvoirs publics.....	23
3.2.3. Les relations avec le secteur financier.....	26
CONCLUSION.....	31
BIBLIOGRAPHIE.....	33

LISTE DES FIGURES ET TABLEAUX

FIGURE 1	Les principaux gestionnaires d'actifs au Canada	7
FIGURE 2	Les dimensions de l'activité de l'investisseur universel	19
FIGURE 3	La gouvernance partenariale.....	25
TABLEAU 1	La formulation du mandat d'institutions financières publiques	12
TABLEAU 2	Les outils de l'investisseur universel.....	21
TABLEAU 3	Les liens avec le secteur financier	27

RÉSUMÉ

Ce texte présente les fondements, les caractéristiques et les enjeux du concept de l'investisseur universel créé par Hawley et Williams (2000). Notre apport consiste à expliciter les notions mobilisées par les deux auteurs pour défendre la nécessité et la capacité des investisseurs à tenir compte des dimensions sociales et politiques de leur activité. Il s'agit de montrer que cette nouvelle dénomination résulte d'un changement de paradigme socio-économique qui substitue à la régulation néo-libérale une gouvernance partenariale. Ce nouveau concept forme un nouveau paradigme pour la gestion d'actifs dans le sens de la promotion de l'intérêt général et permet de regrouper des pratiques et des philosophies de gestion que l'on retrouve dans le secteur public, dans le secteur de l'économie sociale et dans des organisations associées à des syndicats.

Frédéric Hanin

INTRODUCTION

Les pouvoirs publics sont généralement responsables de la production, de la gestion et de la répartition des biens et des services publics depuis la fin du XIX^e siècle. Au cœur de ce principe se trouve l'idée de *service public universel*. Cette notion, même si sa définition varie en fonction des pays et des périodes, renvoie à l'obligation pour la société de fournir à tout utilisateur potentiel un bien ou un service donné de bonne qualité à un coût abordable (Cremer et al., 2001 : 7). Pour illustrer ce concept, on pense tout de suite à des biens indispensables autant à la survie des personnes qu'à une socialisation minimum comme l'assurance santé et vieillesse, les réseaux d'eau potable, d'électricité et de télécommunications. Il y a un service auquel on pense moins comme étant un service public universel. C'est l'accès au système de paiement. Un individu ne peut vivre convenablement s'il n'a pas accès à un compte bancaire. C'est pour cette raison que, dans certains pays, les établissements bancaires contrôlés par les pouvoirs publics assurent cet accès minimum au système de paiement pour les individus victimes d'exclusion bancaire de la part du secteur privé. On peut étendre cette idée aux entreprises¹. Dans ce cas, on parlera plus volontiers d'*accès au financement* plutôt que d'accès au système de paiement. Les entreprises, qui sont actuellement des acteurs importants pour le développement économique et la création de richesses, doivent avoir accès à un financement adapté et ce, dans l'intérêt de l'ensemble de la collectivité.

Les acteurs financiers collectifs peuvent contribuer aux performances économiques et sociales de la collectivité à travers la mise en œuvre d'un service de financement public universel. Ces acteurs participent ainsi à la cohésion sociale et au développement économique en intervenant pour pallier l'incomplétude des marchés et soutenir la mise en œuvre des politiques publiques (Ramanadham, 1991). En particulier, on peut citer les impacts suivants :

- *Remédier aux externalités de réseaux*. En présence d'externalités, le bénéfice privé diffère du bénéfice social de l'utilisation du réseau pour les participants. La présence d'entreprises collectives permet de coordonner les décisions individuelles dans le sens de l'intérêt général.

Assurer la mise en œuvre des politiques de redistribution. Les entreprises collectives peuvent intervenir directement sur les marchés et modifier le coût et le rendement du financement des activités. La redistribution entre différents types d'individus peut s'effectuer par l'absence de discrimination entre les utilisateurs ou au contraire par l'imposition de tarifs spéciaux pour certains types d'individus.

¹ Le terme d'entreprise recouvre ici une large diversité de formes organisationnelles de la grande entreprise cotée en bourse à l'entreprise d'économie sociale, en passant par les sociétés d'État.

- *Favoriser le développement local.* La présence d'entreprises collectives dans le domaine financier permet d'orienter les ressources vers des régions ou des communautés victimes d'exclusion financière de la part des acteurs privés.

Ainsi, la présence d'entreprises collectives permet d'assurer la mise en œuvre de politiques publiques par des moyens différents de ceux que possède l'État à travers la taxation des revenus et les transferts. Dans le secteur financier, les acteurs les plus importants sont des intermédiaires comme les banques et les gestionnaires d'actifs qui ont traditionnellement pour mission de maintenir ou d'accroître la valeur des actifs qui leur ont été confiés par des individus, des organisations ou des institutions. Aujourd'hui, les principaux gestionnaires d'actifs sont des caisses de retraite ou des fonds mutuels². Leur taille cumulée dépasse largement celle des banques. L'existence d'intermédiaires financiers publics vient du financement des retraites publiques, de la mise en œuvre des politiques industrielles et de développement économique et de mouvements sociaux en faveur d'une utilisation socialement responsable de l'épargne.

Dans des économies où les acteurs sont de plus en plus spécialisés et où la production de richesses requière la coordination d'un nombre croissant d'activités, la rencontre directe des prêteurs et des emprunteurs est de plus en plus difficile à réaliser du fait de l'incomplétude de l'information liée à la division sociale du travail. La présence d'intermédiaires est ainsi devenue indispensable. Les intermédiaires financiers publics font cependant face à un certain nombre de défis en termes de définition de leur mission, d'organisation, de gouvernance et d'évaluation de la performance. Ce texte est une contribution aux réflexions sur les fondements et les pratiques des acteurs collectifs dans le domaine financier. Notre apport consiste à présenter et à discuter le concept d'*investisseur universel* développé par Hawley et Williams (2000). Pour ces deux auteurs, la croissance des gestionnaires d'actifs implique qu'ils doivent désormais tenir compte dans leurs décisions des impacts macroéconomiques, sociaux et environnementaux de l'activité des entreprises dans lesquelles ils investissent³.

Le concept d'investisseur universel peut s'avérer d'un grand intérêt pour les acteurs financiers collectifs dans la mesure où il propose un cadre théorique à l'existence et aux pratiques de ces organisations. En particulier le concept d'investisseur universel est utile pour discuter les éléments suivants :

- *Les fondements macroéconomiques de la double mission des acteurs collectifs.* D'une part, il existe une interdépendance entre les deux parties du bilan de l'investisseur universel, les choix des investissements ayant un impact sur le montant des dépôts reçus. D'autre part, l'investisseur universel détient un portefeuille d'actifs représentatif de l'ensemble de l'économie. Il doit donc tenir compte de l'effet macroéconomique des décisions des entreprises puisque les externalités produites par ces dernières ont un impact sur ses performances. Ces

² Le mouvement d'individualisation croissante de la gestion des retraites rend cette distinction de plus en plus difficile à réaliser. Des caisses de retraites acquièrent des mandats de gestion sous la forme de fonds communs de placement et les fonds mutuels peuvent déléguer la gestion de certains actifs à des caisses de retraite.

³ Voir aussi Brennan (2005).

externalités sont liées à l'existence de biens collectifs (les infrastructures, la recherche, la pollution, les normes sociales, etc.) et à l'absence d'un système complet de marchés parfaits.

- *La contribution de ces intermédiaires à la structuration des activités et des territoires.* En finance, comme dans d'autres domaines, il est de mise de ne pas « mettre tous ses œufs dans le même panier » en diversifiant les sources de placements pour éviter une dévalorisation générale du portefeuille. Du fait de cette diversification, les intermédiaires financiers ont un impact important sur la coordination des activités et le développement local notamment dans les domaines du placement privé (y compris le capital investissement) et de l'activité immobilière. L'investisseur universel entretient aussi des relations avec les autres acteurs du secteur financier, que ce soit directement à travers la délégation de gestion de fonds à des gestionnaires privés et la création de nouveaux intermédiaires financiers spécialisés, ou que ce soit indirectement à travers l'action sur les marchés financiers pour assurer la stabilité du prix des titres, pour développer de nouveaux produits, ou pour faciliter l'accès des entreprises aux marchés financiers.
- *Les relations avec les pouvoirs publics et les autres acteurs du secteur financier.* L'investisseur universel a de facto un statut d'acteur quasi-public dès lors qu'il doit prendre en compte l'impact des biens collectifs sur le développement des entreprises. Ce nouveau statut s'accompagne d'une exigence de transparence de l'information, de concertation avec les autres acteurs collectifs et de contrôle démocratique de ces organisations.

Des organisations internationales comme les Nations Unies, à travers le groupe de travail UNEPFI (*United Nations Environment Program Finance Initiative*), dont l'objectif est d'intégrer les dimensions financières, sociales et environnementales des gestionnaires d'actifs, s'intéressent au concept d'investisseur universel. Parmi les gestionnaires d'actifs internationaux, le fonds *University Superannuation Scheme* se reconnaît ouvertement comme un investisseur universel (UNEPFI, 2005). Ce concept risque fort de faire des adeptes parmi les gestionnaires d'actifs dans la mesure où il est maintenant discuté dans les rencontres internationales réunissant les dirigeants des fonds de pensions⁴. Le fonds de réserve norvégien a récemment adopté une nouvelle politique d'investissement socialement responsable qui s'appuie sur un cadre de pensée similaire.

De manière plus générale, ce concept est susceptible de servir à identifier des pratiques éparses sous une même bannière pour mieux comprendre les enjeux actuels et futurs de l'activité des acteurs financiers qui font la promotion de l'intérêt général. Parmi ces acteurs, on peut identifier les fonds mutuels socialement responsables, les fonds de pension et les fonds d'investissement du secteur public et communautaire. Les exemples suivants illustrent des pratiques que l'on peut théoriser à travers le concept d'investisseur universel :

- *Développement local et communautaire.* Jacques Fiset, directeur général du Centre Local de Développement de la ville de Québec, explique en ces termes sa philosophie de gestion : « on

⁴ Voir <http://www.imn.org/2004/a645/index.shtml?p=agenda.html>. Les autres organisations qui reprennent ce concept sont notamment Eurosif, CERES, Heartland's Network, Interfaith Center on Corporate Responsibility, Aimresearch et Council for Responsible Public Investment.

n'investit pas dans n'importe quelle entreprise seulement parce que c'est un beau projet, mais parce que ce projet vient consolider notre vision du développement local. [...] Si le milieu ou l'artère commerciale a changé, s'il reste des immobilisations ou des équipements, même si j'essuie une perte, je peux toujours dire que j'ai fait mon travail de gestionnaire de fonds de développement » (Leclerc, 2005 : 29-30).

- *Politiques économiques.* Au milieu des années 1980, le gouvernement français décide de privatiser un grand nombre d'entreprises publiques (Morin, 2000). Cette décision s'accompagne de la création de noyaux durs d'actionnaires constitués par les grandes entreprises nationales. Cette évolution dans la politique industrielle des pouvoirs publics a été mise en œuvre grâce à la participation active de la Caisse des dépôts et consignations qui détenait des participations minoritaires dans l'ensemble des entreprises privatisées. Ainsi s'est construite une nouvelle étape du modèle français de capitalisme (Schmidt, 2003; Clift, 2004).
- *Négociations collectives.* En 2003, Sean Harrigan alors président de CALPERS, ancien syndicaliste dans le secteur du commerce de détail, utilise son poids d'actionnaire (77 millions de dollars en actions) pour faire pression sur la société *Safeway*, une chaîne de magasin américaine, pour qu'elle négocie avec les employés qui sont en grève, arguant que : « un traitement juste des employés est un facteur crucial pour la création de valeur à long terme en faveur des actionnaires » (The Economist, 2004, trad. pers.).

Ces trois exemples permettent de mesurer à la fois la diversité des sujets en cause et l'importance de comprendre le statut des investisseurs collectifs dans un nouveau capitalisme qui accorde une grande importance aux relations financières. Les outils utilisés par ce type d'investisseurs peuvent prendre la forme de fonds mutuels socialement responsable, de fonds de pension avec un double mandat, de fonds d'investissement de travailleurs ou encore de sociétés de capital de risque dans le secteur de l'économie sociale ou du développement local. Dans tous ces cas, il s'agit d'acteurs financiers dont les motivations reposent sur plusieurs champs de justification et dont les pratiques s'inspirent aussi bien de l'économie publique, de l'économie sociale que de l'économie financière.

1. L'ÉMERGENCE DU CAPITALISME DES FIDUCIAIRES⁵

Pour Hawley et Williams, la nouvelle ère du capitalisme qui s'ouvre dans les années 1970 est marquée par la présence d'intermédiaires financiers, les fiduciaires, dont l'activité consiste à gérer des fonds qui leur sont confiés (Hawley et Williams, 2000 : 55-66). La croissance de ces nouveaux intermédiaires s'inscrit dans un mouvement plus global de transformation du régime de croissance fordiste. Depuis les années 1990 ce n'est plus l'entreprise industrielle mais l'entreprise financière qui a acquis une place dominante dans la détermination de l'activité économique, le régime fordiste laissant la place à un régime financier (Boyer, 2000). En l'espace de trente ans, les investisseurs institutionnels ont accru leur importance au sein des intermédiaires financiers alors même que le secteur financier était en pleine transformation. Les investisseurs institutionnels entretiennent aujourd'hui des relations avec l'ensemble des autres acteurs de la société, que ce soit les entreprises, les banques, les pouvoirs publics ou les salariés. L'idée de « financiarisation » de l'économie regroupe en fait au moins trois phénomènes distincts : une extension de l'évaluation financière à l'ensemble des relations économiques, un décloisonnement des différents marchés financiers et une croissance de l'intermédiation.

Le premier phénomène de la financiarisation réside dans une extension de la forme financière à l'ensemble des relations économiques. Les principales grandeurs macroéconomiques ont désormais une dimension financière dans la mesure où leur évolution dépend de variables financières comme les cours boursiers ou les taux d'intérêt fixés sur le marché monétaire. Au Canada, depuis 1975, la part des actifs financiers dans le stock total d'actifs a progressé de 15 pour cent, passant de 50 pour cent à 65 pour cent en l'espace de 30 ans. Cette évolution en profondeur s'accompagne d'une évolution plus récente qui consiste à transformer des créances en titres financiers susceptibles d'être échangés sur les marchés financiers (Hanin, 2005). Ce phénomène s'appelle la « titrisation ». Il concerne aussi bien les créances de cartes de crédit, les créances hypothécaires ou encore les créances sur les entreprises. Entre 1997 et 2003, la valeur des actifs titrisés au Canada est passée de 50 milliards de dollars à 200 milliards. Les relations économiques prennent donc de plus en plus une forme financière qui conditionne fortement la croissance future de l'activité économique.

Le second phénomène de la financiarisation de l'économie vient d'un décloisonnement des différents marchés financiers, suite au développement des titres hybrides, ce qui conduit à penser qu'il existe désormais un continuum de marchés financiers (Haas, 2003). Le décloisonnement actuel provient de l'utilisation des produits dérivés : futures, options⁶ et swaps. Les développements de la théorie financière ont permis de créer des titres hybrides en fonction des besoins des utilisateurs (Hull, 2003). Un titre hybride est un titre « classique » (action, obligation, crédit) auquel on ajoute un produit dérivé (option d'achat, option de vente, option de conversion). Il n'est pas aisé de mesurer l'importance quantitative des produits dérivés étant donné que nombre

⁵ Le terme anglais « fiduciary capitalism » peut être aussi traduit par le vocable de capitalisme intermédié.

⁶ Une option donne à son détenteur le droit (mais non l'obligation) d'acheter (« call ») ou de vendre (« put ») un actif (le sous-jacent) à un prix déterminé à l'avance (prix d'exercice) pendant une certaine période de temps.

de transactions s'effectuent de gré à gré et non pas sur un marché organisé⁷. Ces développements de la finance conduisent à penser qu'il existe désormais un unique marché financier qui va du placement privé dans les PME non cotées en bourse jusqu'à l'assurance de portefeuille pour les investisseurs institutionnels et les fonds d'arbitrage.

La troisième dimension de la financiarisation est l'augmentation de l'intermédiation financière à travers le développement de la gestion déléguée de fonds⁸. Depuis le début des années 1970, le poids des investisseurs institutionnels a plus que doublé, leur actif représentant aujourd'hui le triple de la valeur du PIB au Canada. Les principaux investisseurs institutionnels sont les fonds communs de placement⁹, les fonds d'arbitrage¹⁰, les fonds de pension, les sociétés d'assurance et les grandes banques généralistes. Une partie des investisseurs institutionnels ne fait pas l'objet d'une catégorisation statistique précise. Ce sont les gestionnaires d'actifs (*asset managers*). La Figure 1 présente les principaux gestionnaires d'actifs au Canada. Le secteur de la gestion d'actifs a été multiplié par 5 en 10 ans et représentait en 2004 un total de 1,4 trillion de dollars.

⁷ Au dernier trimestre 2004, la valeur des transactions sur les marchés de produits dérivés était de 279 trillions de dollars américains. 76 pour cent de ces transactions portent sur des contrats monétaires, 12 pour cent sur des contrats obligataires et 12 pour cent sur des *futures* et des options (BIS, 2005).

⁸ L'intermédiation financière consiste à assurer le lien entre les agents qui ont des capacités de financement et les agents qui ont des besoins de financement. Dans une perspective traditionnelle, on distingue l'intermédiation par le marché et l'intermédiation par des institutions financières. Aujourd'hui cette distinction a perdu une grande partie de son intérêt. L'intermédiation mixte, les institutions financières étant les principaux animateurs des marchés financiers, est devenue la norme.

⁹ Au Canada, le secteur des sociétés de fonds mutuels gère un actif de 465 milliards de dollars en 2003. Au Québec, parmi les cinq fonds les plus importants (qui représentent 64 pour cent de l'actif du secteur), tous sont la propriété de groupes bancaires.

¹⁰ Le nombre de fonds d'arbitrage est évalué à 8000 dans le monde pour un actif de 1 trillion de dollars (The Economist, 2004 : 68). Au Canada leur nombre est de 150 pour un actif géré d'environ 15 milliards de dollars (Tremblay, 2004).

FIGURE 1
Les principaux gestionnaires d'actifs au Canada

Gestionnaires d'actifs (2003)	Actif (m\$)
CDP Capital	119750
TD AM Inc	114016
TAL Global AM	55558
RBC AM Inc	41086
Investor Group	40904
Phillips, Hager et North	38078
AIM Trimark Investments	38037
CIBC AM	37591
Jarislowsky, Fraser	33974
Mackenzie Financial Corporation	33590
Barclays Canada	32922
UBS Global AM Canada	28011,3
McLean Budden	22496
Top 40 Total	423707,6

Source : Benefits Canada ; Capital Markets Reports

La catégorie des gestionnaires d'actifs présente plusieurs particularités au sein des investisseurs institutionnels. Tout d'abord, leur activité porte sur l'ensemble des actifs financiers. Cela va des fonds d'arbitrage aux placements immobiliers en passant par les actions, les obligations et les placements privés. Ce sont donc des généralistes de la finance. Ensuite, les mandats de gestion sont la plupart du temps définis par comparaison avec des indices du marché financier. Les placements sont faits à partir d'un portefeuille-type et la stratégie dépend de l'écart acceptable par rapport à un indice de référence¹¹. De plus, la rémunération du gestionnaire est désormais principalement basée sur le montant total des actifs gérés et non plus sur le rendement absolu du portefeuille. Enfin, les gestionnaires d'actifs ont massivement recours au crédit pour améliorer

¹¹ Par exemple, une stratégie active sur les actions permet un écart entre 2 et 6 pour cent par rapport à l'indice du marché. Un écart inférieur à 0.25 pour cent correspond à une stratégie passive (Fender, 2003).

leurs performances financières. La part des emprunts des institutions financières dans l'encours de la dette a doublé de 1996 à 2001 pour représenter 16 pour cent en 2001 (Freedman et Engert, 2003).

Les gestionnaires d'actifs ont été au cœur des transformations financières de ces dernières années. Dans les années 1980, ils ont largement financé le mouvement de fusions et d'acquisition des grandes entreprises en achetant une part importante des obligations à fort rendement (*junk bonds*) émises par les entreprises pour financer leur croissance externe. Dans les années 1990, les gestionnaires d'actifs ont soutenu le mouvement de redéfinition de la gouvernance des entreprises qui place l'actionnaire au centre de l'activité des entreprises. Ces dernières années, les gestionnaires d'actifs ont soutenu le mouvement de l'investissement socialement responsable.

Il y a schématiquement deux façons d'interpréter cette recrudescence du rôle des intermédiaires. On peut y reconnaître le développement de la « marchandisation » des relations sociales (Gagné, 1999). En s'intercalant entre l'acheteur et le vendeur ou entre le producteur et le consommateur, l'intermédiaire est en mesure de capter une partie de la valeur créée par les échanges de biens et services. D'un autre côté, on peut y voir la possibilité de développer des intermédiaires qui mettent en balance l'intérêt économique avec d'autres aspects des relations sociales (Piore, 2001).

2. LE CONCEPT DE L'INVESTISSEUR UNIVERSEL

Le concept d'investisseur universel résulte du travail de deux chercheurs américains : James P. Hawley et Andrew T. Williams qui partagent le souci de démocratiser la gouvernance des grands gestionnaires américains en démontrant comment l'évolution récente du capitalisme aux États-Unis devrait les inciter à se préoccuper de l'impact macroéconomique et social de leur activité d'investissement.

2.1. Définition

Le concept d'investisseur universel résulte des travaux de Monks et Minow (1996) qui ont inventé le terme de « *universal owner* ». La littérature sur la gouvernance d'entreprise, qui sert de cadre intellectuel aux travaux de ces auteurs, distingue généralement trois ou quatre stades de développement de la structure des entreprises :

- *La firme individuelle* (Friedman, 1970). Ce premier stade se caractérise par la présence d'un unique propriétaire de l'entreprise qui peut employer des salariés au besoin. Ici, le contrôle et le management de l'entreprise sont réunis en une seule et même personne.
- *La formation de la grande entreprise* (Berle et Means, 1932). L'entreprise acquiert la forme légale de la personne morale et se caractérise par la séparation entre la gestion et la propriété du capital. Le management est assuré par un petit nombre de personnes (souvent des membres appartenant à une même famille) alors que le capital est détenu sous la forme de titres financiers par des banques d'investissement ou des fonds dont les investissements se concentrent dans un secteur donné.
- *La grande entreprise de l'époque fordiste* (Galbraith, 1956). L'entreprise est toujours dirigée par un management concentré alors que la détention du capital est répartie entre un grand nombre de petits actionnaires. Les managers contrôlent plusieurs entreprises sous la forme de *holdings* dont l'activité est répartie dans un grand nombre de secteurs d'activité.

L'entreprise financière (Lazonick et O'Sullivan, 2000). Le capital est détenu par un petit nombre d'investisseurs institutionnels qui interviennent dans la gestion de l'entreprise soit à travers la vente et l'achat d'actions, soit à travers l'imposition de règles d'organisation et de gestion qui soient favorables aux actionnaires. Sur le plan du management, les entreprises sont gérées de manière décentralisée tout en se concentrant sur les métiers de base (généralement ceux qui génèrent la plus grande valeur ajoutée pour les actionnaires). Cette typologie sert souvent à reconstruire une histoire longue du capitalisme dans laquelle différents stades du capitalisme se succèdent. Le premier stade serait celui du XVIII^e siècle et du début du XIX^e siècle alors que le

second stade correspond à l'émergence des Trusts industriels aux États-Unis à la fin du XIX^e siècle et au début du XX^e siècle. Le troisième stade va de la fin de la Seconde Guerre mondiale jusqu'au milieu des années 1980 et le dernier stade débute au milieu des années 1980 avec le développement des vagues de fusions et acquisitions, se poursuit avec le mouvement de la gouvernance actionnariale et connaît un nouveau développement avec le mouvement du développement durable et de l'investissement socialement responsable. La question centrale est alors de cerner les facteurs et les événements qui déclenchent la fin d'un stade et la formation du suivant.

Le stade de l'entreprise financière peut, quant à lui, faire l'objet d'une double lecture. Dans une première lecture, il signifie le retour du pouvoir de l'actionnaire et de l'évaluation de la performance des entreprises en fonction de critères financiers. Une seconde lecture proposée par Hawley et Williams consiste à voir dans la croissance du pouvoir des gestionnaires d'actifs, un moyen de promouvoir des valeurs sociales et environnementales au sein des entreprises. C'est dans cette perspective que les deux chercheurs ont créé le nouveau concept d'investisseur universel. L'investisseur universel est « un investisseur institutionnel dont le portefeuille est largement diversifié et détenu en grande partie dans une perspective de valorisation à long terme. De nombreux investisseurs détiennent ainsi une faible mais importante fraction de l'ensemble des titres financiers échangés sur les marchés boursiers. Par conséquent, l'actif détenu par ces investisseurs représente des droits sur les revenus de l'ensemble de l'économie. » (Hawley et Williams, 2000 : 3, traduction personnelle¹²).

L'investisseur universel présente trois caractéristiques importantes. Tout d'abord, il a une taille qui en fait un acteur central du secteur financier. En ce sens, l'investisseur universel gère une part significative de l'épargne courante ou accumulée, qu'elle soit le fait de particuliers ou d'organisations. De plus, les choix de gestion opérés par l'investisseur universel ont un impact significatif sur l'environnement macroéconomique. Ensuite, l'investisseur universel détient un portefeuille d'actifs largement diversifié que ce soit sous la forme de titres cotés en bourse (à travers la gestion indicelle des portefeuilles), de placements privés ou d'actifs réels. Enfin, l'investisseur universel adopte une stratégie d'investissement globale qui tient compte de facteurs macroéconomiques, de facteurs politiques ou encore de facteurs sociaux et environnementaux (ou plus largement, non financiers).

Un portefeuille d'actif réellement universel serait un portefeuille qui contiendrait l'ensemble des actifs existants (financiers et non financiers) dans une exacte proportion de leur poids réel. Bien entendu, la constitution d'un tel portefeuille est impossible car tous les actifs ne sont pas échangeables sur un marché et il existe des contraintes à la détention d'actifs pour des raisons prudentielles notamment. Plus fondamentalement, il semble exister une prime au « capital de proximité », les marchés financiers ne présentant pas une efficience informelle ausens complet du terme (Mathis, 2002). Il n'en demeure pas moins que les gestionnaires d'actifs sont aujourd'hui

¹² « Universal Investor is an institutional owner whose holdings are highly diversified and, typically, held long term. The holdings of many institutions are a small but significant cross section of publicly traded stock (and debt) in the economy and, therefore, have the characteristic of representing the entire economy”.

impliqués dans la gestion de la plupart des actifs existants, soit directement, soit indirectement par l'intermédiaire de placements dans des fonds de fonds ou par l'intermédiaire de filiales spécialisées.

Il existe peu de travaux sur les fondements macroéconomiques de la mission des investisseurs universels et plus généralement sur les effets macroéconomiques de la présence des investisseurs institutionnels dans l'économie¹³. Généralement, les travaux empiriques se basent soit sur des statistiques qui couvrent un domaine précis (le marché financier, la gouvernance des entreprises, l'épargne des ménages, etc.) soit sur des études de cas dans lesquelles les dimensions globales sont absentes. Belan, Michel et Wignolle (2003) posent la question de l'effet à long terme des fonds de pension sur la croissance économique à l'aide des modèles à générations imbriquées. Selon ces auteurs, les fonds de pension peuvent exercer un effet négatif sur la croissance si, à travers les investissements qu'ils réalisent dans les entreprises, ils contribuent à ce que ces entreprises réduisent les salaires et à augmenter le rendement sur le capital investit. L'augmentation du rendement sur le capital peut avoir un effet incitatif sur le taux d'épargne des salariés, mais l'effet de cette incitation financière ne compense pas dans la plupart des cas la réduction des revenus des salariés provoquée par la baisse du salaire. D'autre part, les fonds de pension peuvent avoir un effet positif sur la croissance lorsque leurs investissements sont semblables à des investissements publics et qu'il existe une complémentarité entre l'investissement public et l'investissement privé, la productivité marginale du capital privé augmentant avec le niveau de l'investissement public (Argimon et al., 1997 : 1002).

Les mécanismes économiques discutés dans le paragraphe précédent ont une actualité frappante au Québec. Depuis l'arrivée en fonction du nouveau président de la Caisse de dépôt et placement du Québec, l'argument développé par ce dernier pour justifier un certain tournant financier de l'institution consiste à affirmer que l'augmentation du rendement des investissements sera bénéfique aux déposants et à la situation du régime public de retraite. En somme cela revient à dire qu'une caisse bien gérée (selon des critères de rentabilité financière) va de pair avec un régime de retraite en santé. Il n'y a donc pas de double mission pour cet organisme public, la recherche de rendement financier est à l'origine de la santé économique de la communauté. L'article de Belan, Michel et Wignolle (2003) suggère que ce n'est pas toujours le cas et qu'il faut examiner en détail l'effet macroéconomique des caisses de retraite qui gèrent les réserves financières des régimes publics de retraite. La raison de l'ambivalence de l'effet des fonds de pension sur la croissance économique et sociale vient du fait que les régimes publics et privés sont constitués sur la base de prélèvements sur les salaires et qu'ils sont financés à la fois par un mécanisme de répartition entre les générations (80 pour cent environ) et par un mécanisme collectif de capitalisation (20 pour cent environ)¹⁴. Cette construction hybride demande une certaine forme de coordination si l'on ne veut pas que l'une ne « cannibalise » l'autre. La réserve de fonds qui est gérée par un organisme indépendant ne doit pas accumuler des surplus au détriment de la base de financement du système de retraite, qui est la masse salariale. C'est la raison pour laquelle, les organismes publics qui gèrent les réserves accumulées des systèmes de retraite sont dotés généralement d'une double

¹³ Voir cependant Davis et Hu (2004) qui mettent en évidence une relation positive entre la taille des fonds de pension et le taux de croissance économique.

¹⁴ Voir Lizée (2002) et RRQ(2004).

mission : rentabiliser à long terme les surplus accumulés tout en favorisant la situation économique des cotisants.

Le Tableau 1 présente des exemples de formulation du mandat d'institutions financières publiques à travers le monde. La majorité des mandats des institutions financières publiques contiennent des recommandations pour assurer la prise en compte de critères de progrès social que ce soit par l'horizon de gestion à long terme, par la référence à la responsabilité sociale ou par le souci du développement économique. Seule l'Irlande ne semble prendre en compte que des critères commerciaux et financiers dans la définition du mandat du fonds de réserve destiné à financer les retraites publiques.

TABLEAU 1
La formulation du mandat d'institutions financières publiques

ORGANISATION (PAYS)	DÉFINITION DU MANDAT
Caisse des dépôts et consignations (France)	a) un actionnariat mettant en permanence en balance le souci de rentabilité avec d'autres objectifs ; b) l'affectation d'une fraction significative des résultats à <i>une mission d'intérêt général</i> (Haut Conseil du secteur financier, 2001 : 117)
Caisse de dépôt et placement (Québec)	La caisse a pour mission de recevoir des sommes en dépôt conformément à la loi et de les gérer en recherchant le rendement optimal du capital des déposants dans le respect de leur politique de placement <i>tout en contribuant au développement économique du Québec</i> . (Gouvernement du Québec, 2004, it. aj.)
Canadian Pension Plan (Canada)	Le mandat est « d'investir les actifs dans l'intérêt des déposants et des bénéficiaires des retraites ainsi que de rechercher le rendement le plus élevé sans prendre des risques inconsidérés, <i>tenant compte de facteurs qui pourraient affecter le financement des retraites</i> et sa capacité de rencontrer ses obligations financières » (CPPIB, 2004, traduction personnelle, it. aj.)
CalPERS (Californie)	“Our goal is to efficiently and effectively manage investments to achieve the highest possible return at an acceptable level of risk. In doing so, <i>CalPers has generated strong long-term returns.</i> ” (www.calpers.ca, it. aj.)
Irish Pensions Reserve Fund (Irlande)	“Moneys, standing to the credit of the fund shall; from time to time, be held or invested for the benefit of the Fund by the Commission, in or outside of the State, so as to secure the optimal total financial return, as to both capital and income”. (Musalem et Palacios, 2004 : 129)
New Zealand Superannuation Fund (Nouvelle Zélande)	“The guardians must invest the fund on a prudent, commercial basis and, in doing so, must manage and administer the fund in a manner consistent with a) best-practice portfolio management, b) maximizing return without undue risk to the fund as a whole, and c) <i>avoiding prejudice to New Zealand's reputation as a responsible member of the world community.</i> ” (Musalem et Palacios, 2004 : 178, italiques ajoutées)
Government Petroleum Fund (Norvège)	“The Government Petroleum Fund is an instrument for ensuring that a reasonable portion of the country's petroleum wealth should benefit future generations. The financial wealth must be managed with focus on generating a sound return in the long term, <i>which is contingent on sustainable development in the economic, environmental and social sense.</i> ” (http://odin.dep.no/fin/english/topics/p10001617/p10002777/guidelines/bn.html , it. aj.)

Le travail théorique de redéfinition du statut des investisseurs institutionnels ne doit pas être sous-estimé, car il représente une réelle remise en cause du cadre de pensée standard (Hawley et Williams, 2000 : chapitre 4 et 5). Sur le plan de la gouvernance des entreprises, il implique une double rupture, d'une part, avec la conception de la corporation comme une structure légale de séparation entre la propriété et la gestion du capital et, d'autre part, avec la conception de la firme comme un outil pour générer des profits financiers à court terme pour les actionnaires. Sur le plan de la gestion de portefeuille, le concept d'investisseur universel remet en cause l'efficacité informationnelle (l'idée que les prix de marchés sont un reflet de la valeur réelle des entreprises) et la liquidité (définie comme la possibilité de vendre et d'acheter des titres sans modifier le prix de marché) des marchés financiers. Sur le plan macroéconomique, ce nouveau concept remet en cause le concept de l'intermédiaire financier qui collecte l'épargne des ménages et réalise des investissements sans que cette activité n'ait d'influence sur des variables globales comme le taux de croissance, le niveau de l'emploi et des revenus, etc.

2.2. Les zones d'ombre du concept d'investisseur universel

Trois défis se présentent pour développer le concept de l'investisseur universel compte tenu du cadre réglementaire, politique et financier actuel dans les pays industrialisés.

2.2.1. L'existence de conflits d'intérêts

Une première limite à la mise en œuvre du concept d'investisseur universel porte sur le cloisonnement des activités financières pour éviter les conflits d'intérêts entre des activités complémentaires.

L'exemple typique se trouve dans le domaine bancaire (Ber et al., 2000; Klein et Zoeller, 2001). La banque universelle regroupe les activités des banques commerciales et des banques d'investissement. Ce type de banque peut apporter du financement aux entreprises sous la forme de titres de dettes pour ensuite les transformer en titres de propriété lorsque cette dernière émet des actions sur les marchés financiers. Dans ce cas, le conflit d'intérêt vient du fait que la banque peut réaliser des profits importants par la détention d'une position privilégiée. En tant que créateur de l'entreprise, la banque est en mesure de déterminer la valeur de l'entreprise avec plus de précision que les autres acteurs financiers. Au moment de l'émission des actions, la banque peut profiter de cette information lorsqu'elle fixe le prix d'émission des actions. L'exemple récent du *boom* des valeurs technologiques sur le marché boursier NASDAQ illustre ce mécanisme (Gompers et Lerner, 1998). La banque JP Morgan détenait des titres des entreprises technologiques à travers une filiale de capital de risque, réalisait le montage financier pour l'émission des actions sur le

marché et influençait la convention boursière à travers la publication d'avis de ses analystes financiers.

La problématique des conflits d'intérêt n'est pas nouvelle. Depuis plus d'un demi-siècle, la réglementation financière ressemble au jeu du chat et de la souris entre des autorités qui veulent séparer les activités pour éviter que les acteurs ne profitent d'informations privilégiées et les acteurs qui produisent des innovations financières et légales pour contourner les règles et les normes existantes (Stiglitz, 2003). En ce qui concerne l'investisseur universel, le risque de conflit d'intérêt est d'autant plus important que son activité est diversifiée et qu'il est en contact étroit aussi bien avec les pouvoirs publics qu'avec les entreprises et les marchés financiers. Il n'est pas impossible de concevoir le cas où un tel investisseur ferait face aux mêmes défis que la banque JP Morgan. Cependant, Puri (1996) suggère qu'il existe des complémentarités entre les activités qui sont suffisamment importantes au plan de la croissance économique pour justifier la présence d'intermédiaires financiers universels.

La séparation des activités pour éviter les risques de conflits d'intérêt dans le secteur financier pose la question du contrôle de l'investisseur universel. Pourquoi l'investisseur universel ne devrait-il pas être soumis aux mêmes normes prudentielles que les acteurs privés ? Une partie de la réponse à cette question vient d'une différence d'objectif, l'intérêt privé et l'intérêt général ne se situant pas aux mêmes niveaux. Une autre partie de la réponse se trouve dans la démocratisation des instances de gouvernance de l'investisseur universel.

2.2.2. *L'existence d'un effet d'éviction*

L'investisseur universel fait aussi face à la question de la possibilité d'abus de position dominante du fait de sa taille. Dans certains secteurs économiques ou dans des régions, l'investisseur universel peut détenir directement ou indirectement une part suffisamment significative des titres de créances et des titres de propriété pour interdire l'entrée de tout concurrent potentiel. Indirectement, c'est le reproche qui a été fait récemment aux fonds d'investissement publics et collectifs dans le secteur du capital de risque au Québec (groupe de travail sur le rôle de l'État dans le capital de risque, 2004). Comment dans ces conditions légitimer la présence d'acteurs publics dans le secteur financier étant donné qu'il est impossible de tester directement la présence d'un effet d'éviction ?

Cette question peut trouver une réponse à travers une approche partenariale qui met l'accent sur la recherche de complémentarités entre les acteurs plutôt que sur la concurrence entre les secteurs. Il s'agit de trouver un mode de coordination qui intègre le secteur privé, le secteur public et le secteur de l'économie sociale. Cette approche partenariale peut notamment être mise en œuvre par l'investisseur universel dont l'action doit être guidée par le souci de structurer les nouvelles activités et de favoriser les complémentarités entre les différents types d'intervenants. Comment

l'investisseur universel peut-il s'assurer que ces acteurs adopteront un comportement qui ira dans le sens de sa mission ? En d'autres termes, l'établissement par exemple d'une relation avec le secteur privé ne va-t-elle pas conduire à opposer les deux termes du mandat de l'investisseur universel, le rendement financier se faisant en opposition à la promotion du développement économique ?

Ces questions peuvent être analysées à l'aide du travail de Proulx et al. (2005) dans lequel les auteurs établissent une typologie des formes de relations entre le principal (l'État ou ici l'investisseur universel) et les agents (le secteur privé ou des acteurs financiers spécialisés). Les auteurs établissent une typologie des rapports État / Tiers secteur à travers 8 formes de relations qui vont de la répression à la collaboration. Pour ce qui nous concerne ici, on retiendra 5 formes :

1. *La rivalité.* Dans ce premier mode de relations, le principal fait tout pour éviter que les agents ne se développent, soit en faisant la promotion de mesures réglementaires qui restreignent fortement les capacités d'initiatives des différents agents, soit en tentant d'absorber les agents par des acquisitions externes.
2. *La compétition.* Ce second mode de relations se caractérise par l'existence de mise en concurrence entre le principal et les agents, le premier se servant des seconds pour évaluer ses propres performances.
3. *Le contrat.* La forme de relation contractuelle sert au principal pour assurer indirectement des fonctions ponctuelles, tout en conservant le contrôle et la responsabilité du travail effectué.
4. *La complémentarité.* Cette forme de relation suppose une coordination qui permet tant au principal qu'aux agents de déterminer les compétences spécifiques de chacun pour ensuite bénéficier des synergies entre les différentes activités. Cette forme de relation se distingue de la précédente par l'absence de relations formelles entre les acteurs.
5. *La collaboration.* C'est la forme de relation la plus partenariale dans la mesure où le principal et les agents travaillent ensemble à la réalisation d'objectifs communs qu'ils ont définis ensemble au préalable. La terminologie même de principal - agents devient toute relative, les uns ayant participé à la définition de l'identité des autres.

La délégation de gestion d'actifs peut être bénéfique dans la mesure où elle apporte une expertise nouvelle à l'investisseur universel. Cependant, cela demande à ce dernier de mettre en place des outils de mesure de la performance des gestionnaires qui tiennent compte de l'existence d'une double mission, ce qui pose la question des modalités d'évaluation des investissements.

2.2.3. La responsabilité publique du fiduciaire

Un troisième défi auquel doit faire face l'investisseur universel concerne la responsabilité du fiduciaire qui doit gérer les fonds qui lui sont confiés dans l'intérêt exclusif de ses déposants. Or, l'action de l'investisseur universel s'inscrit dans une recherche de promotion de l'intérêt général. Ainsi, comment peut-on concilier l'intérêt des déposants et l'intérêt général ?

La fiducie est une structure juridique particulière au droit anglo-saxon (même si on la retrouve sous une autre forme dans le droit civil français). Le fiduciaire (qui peut être une personne unique ou un groupe de personnes) doit gérer les actifs qui lui sont confiés en respectant des règles et une éthique très stricte (Lizée, 2002a : 11). Notamment, le fiduciaire doit agir avec honnêteté et loyauté dans l'intérêt exclusif des déposants, comme le ferait en pareilles circonstances une personne prudente et en utilisant toutes les informations et compétences professionnelles qu'elle possède. Depuis plusieurs années, les normes fixées par les pouvoirs publics concernant les décisions d'investissement s'inspirent de la théorie moderne des choix de portefeuille dans laquelle la performance est évaluée selon le couple rendement et risque. Pour un portefeuille parfaitement diversifié, tout accroissement du rendement espéré s'accompagne d'une augmentation des risques de pertes. En pratique, la construction d'un portefeuille optimal (parfaitement diversifié) est cependant impossible compte tenu du nombre d'actifs financiers existants. L'évolution récente de la théorie du choix de portefeuille distingue deux types de risque pour le gestionnaire :

1. Le risque associé au *market timing* (choix de la proportion entre un indice du marché et un actif sans risque).
2. Le risque associé à la *sélection de titres* dans des proportions différentes de celles de l'indice.

Le risque total du portefeuille se décompose ainsi en trois éléments : la variance de l'indice, le risque du *market timing* et le risque de la sélection. Agir en personne responsable revient pour le fiduciaire à s'assurer de minimiser le risque total du portefeuille pour un rendement donné ou inversement à maximiser le rendement du portefeuille pour un risque donné. Dans ce cadre, comment éviter l'existence d'un conflit d'intérêt entre la mission du fiduciaire et les préoccupations de l'investisseur universel ?

Une réponse possible à cette question consiste en une redéfinition du couple rendement et risque qui structure la stratégie de placement des gestionnaires d'actifs. Le rendement d'un actif peut être séparé en deux composantes : une composante « spécifique » qui dépend de facteurs propres à l'actif considéré et une composante « générale » influencée par des facteurs macroéconomiques communs à l'ensemble des actifs. Le risque lié à la détention d'un actif se trouve, lui aussi, redéfini. Il faut distinguer le risque qui dépend de la volatilité non anticipée par rapport à un

indice de référence du risque comme incertitude sur la mise en œuvre de projets industriels qui demandent des efforts de coordinations entre plusieurs acteurs. C'est cette approche que l'on retrouve dans les modèles dits « multifactoriels » qui tiennent compte de macro-facteurs ou de facteurs propres aux titres considérés.

S. Viederman (2002), codirecteur de l'initiative pour un fiduciaire responsable (*Initiative for Fiduciary Responsibility*), défend l'idée selon laquelle la règle de l'homme prudent signifie que le fiduciaire doit agir en personne prévoyante et sage¹⁵. La règle de la prudence inclut donc de prévoir les conséquences dans le temps des actions présentes. Sur cette base, le fiduciaire comme investisseur doit prendre en compte tous les aspects des décisions d'investissement dans la mesure où ces différentes dimensions affectent le rendement à long terme des actifs. Cela implique d'intégrer de nouvelles tâches à celles qui traditionnellement incombent au fiduciaire :

1. Le fiduciaire doit développer des outils de mesure des questions sociales, politiques et culturelles qui ont un impact sur le rendement des investissements, avec le concours d'analystes spécialisés.
2. Le fiduciaire doit évaluer l'impact des dimensions évoquées plus haut sur l'ensemble de son portefeuille d'actifs et non pas en utilisant des filtres pour exclure ou inclure des titres d'entreprises particulières.
3. Le fiduciaire se doit d'édicter une politique de vote en tant qu'actionnaire impliqué dans les décisions des entreprises, notamment pour évaluer l'impact de leur activité sur les parties prenantes puisque ces impacts ont toutes les chances de toucher aussi les bénéficiaires. Cette tâche demande de favoriser à la fois la transparence des entreprises en matières de politiques sociales mais aussi la transparence même dans la gestion des actifs de la part du fiduciaire.
4. Le fiduciaire devrait promouvoir le développement d'investissements alternatifs socialement responsables.

L'investisseur universel peut donc désormais réduire le risque de son portefeuille, non plus seulement à travers la diversification, mais aussi à travers la modification de l'environnement macroéconomique, ce dernier ayant une influence sur le rendement et le risque des actifs.

En conclusion, les défis auxquels doit faire face l'investisseur universel renvoient à trois enjeux qui sont au cœur de la mise en œuvre de ce concept : la responsabilité et la légitimité politique, l'évaluation des investissements et la coordination des activités.

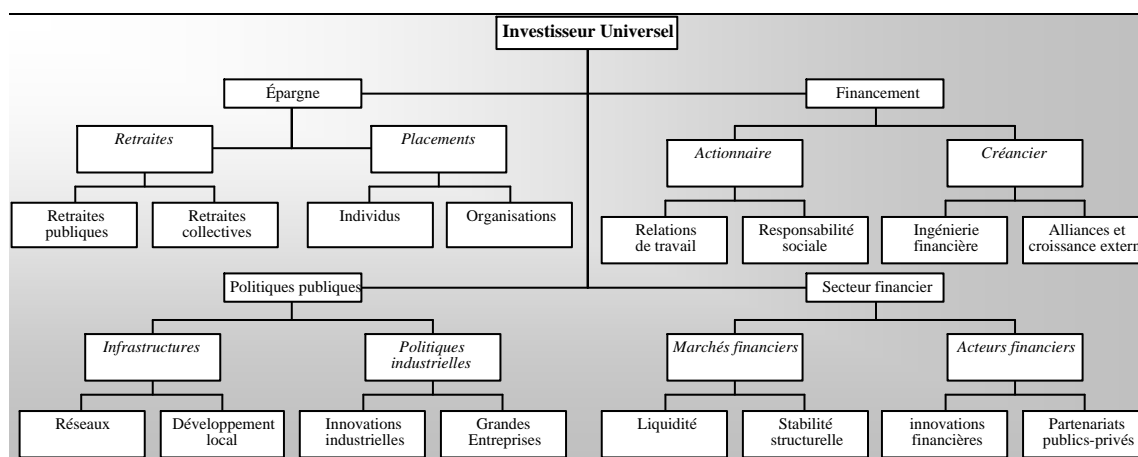
¹⁵ La question des droits et devoirs du fiduciaire demanderait beaucoup plus de développements que les arguments qui sont développés dans ce texte. Sur cette question, voir Langbein (2004) et Stevens (2002).

3. LES IMPACTS DE L'ACTIVITÉ DE L'INVESTISSEUR UNIVERSEL

3.1. Les dimensions de l'activité de l'investisseur universel

L'investisseur universel intervient dans de nombreuses sphères d'activités. Elles sont présentées dans la Figure 2. En tant que fiduciaire, l'investisseur universel collecte des fonds qui proviennent aussi bien de l'épargne des individus, de versements du secteur public, que d'acteurs du secteur privé. En Amérique du Nord, la principale source de fonds vient du financement des retraites par capitalisation (au moins partielle). L'investisseur universel entretient aussi des relations avec le secteur privé en tant qu'actionnaire et créancier des entreprises. Il participe aussi à la mise en œuvre des politiques publiques dans les domaines du développement local et de la politique industrielle. L'investisseur universel est également impliqué dans la dynamique du secteur financier à travers son intervention sur les marchés financiers et les ententes avec les autres acteurs de ce secteur.

FIGURE 2
Les dimensions de l'activité de l'investisseur universel



L'investisseur universel peut accomplir sa mission grâce à l'utilisation d'un certain nombre d'outils qui appartiennent à quatre dimensions de son activité (voir Tableau 2) :

1. *L'investisseur industriel*. Cette catégorie regroupe les outils utilisés pour la mise en œuvre de la politique industrielle, qu'elle soit locale, régionale ou nationale. Le premier outil est celui de la gouvernance dans les entreprises. À travers les règles de gouvernance et le statut d'actionnaire, il est possible d'influencer la stratégie des entreprises en vue de constituer des réseaux d'alliances

entre les entreprises, de promouvoir la responsabilité sociale des entreprises, ou de favoriser le dialogue social dans les entreprises. Le second outil est l'ingénierie financière qui consiste à modifier la structure financière des organisations de manière à réduire le coût financier des investissements. L'investisseur universel possède des atouts importants pour réaliser cette activité dans la mesure où il est souvent à la fois actionnaire et créancier des entreprises et qu'il peut mettre en place une large gamme de véhicules d'investissement.

2. *L'investisseur public.* Cette catégorie rassemble les outils disponibles pour soutenir la production de biens publics qui bénéficient à l'ensemble de la société. Ce soutien peut être direct en investissant dans des projets qui visent à produire des actifs publics ou indirect en achetant des titres publics sur les marchés financiers ou en investissant dans des entreprises qui participent à la production de biens publics.
3. *L'investisseur financier.* Cette catégorie réunit les outils disponibles pour intervenir dans le secteur financier. Un premier outil est la gestion de portefeuille. À travers l'achat et la vente de titres, l'investisseur universel est à même d'influencer la convention financière qui s'établit entre les investisseurs. Un second outil est la stratégie d'organisation avec en particulier le choix entre la gestion interne et externe des actifs. Dans le premier cas, il est possible de former les gestionnaires aux pratiques et à la philosophie de l'investisseur universel. Dans le second cas, il est possible de promouvoir l'intérêt général dans des activités nouvelles fortement spécialisées en confiant des mandats de gestion à des entités autonomes. Cette influence indirecte demande cependant des outils de contrôle indirects qui sont parfois difficiles à implémenter du fait de la spécificité des activités.

Au-delà de cette typologie des activités et des outils d'intervention de l'investisseur universel, le principal enjeu réside dans la construction de complémentarités institutionnelles (Amable, 2005) entre les différents domaines d'intervention décrits dans cette section.

TABLEAU 2
Les outils de l'investisseur universel

Liens avec...	Indicateurs
Entreprises	Gouvernance
	Ingénierie financière
Secteur public	Achat et vente de titres publics
	Financement d'actifs collectifs
	Dépôts d'organismes publics (fiduciaires)
Marché boursier	Gestion de portefeuille
	Stratégie d'organisation
	Évaluation de la performance

3.2. Les caractéristiques de l'investisseur universel

Hawley et Williams (2000) décrivent trois caractéristiques spécifiques à l'activité des investisseurs universels. La première a trait à l'évaluation de la performance des entreprises, la seconde concerne son rôle dans la société et la troisième porte sur les risques liés à la concentration du pouvoir financier. A ces trois éléments, il faut ajouter les relations avec le secteur financier dans la mesure où le statut d'investisseur universel implique une responsabilité nouvelle dans ce domaine.

3.2.1. L'évaluation de l'activité des entreprises

Une première caractéristique de l'activité de l'investisseur universel concerne l'évaluation de l'activité des entreprises dont il détient une partie des titres de propriété et / ou de dette. Pour l'investisseur universel « *one significant dimension should be how each firm's activities affect the economy as a whole, and hence the portfolio of the universal owner* » (Hawley et Williams, 2000 : xv).

L'exemple donné par les auteurs pour illustrer cette idée est celui des effets de report (*spillover effect*) dont les externalités sont une composante. Les effets de report sont des influences entre les éléments d'un système lorsque l'activité d'un individu a des effets positifs ou négatifs sur au moins un autre individu sans que ce dernier ne soit directement impliqué dans l'activité en cause. L'externalité est un cas particulier qui se produit lorsque l'individu « récepteur » n'intègre pas dans son comportement les effets de report liés à l'activité de l'individu émetteur. Généralement, les économistes considèrent que les marchés sont imparfaits lorsqu'il existe des effets de report puisque, dans cette situation, les prix ne résument pas l'ensemble de l'information disponible (Laffont, 1987). Les effets de report peuvent être véhiculés par différents médiums tels que :

- Les effets de report technologiques : la création et l'emploi d'une technologie par un individu peut avoir des retombées sur les autres individus.
- Les effets de report géographiques : la localisation des individus peut modifier le bien-être des autres individus situés à proximité.
- Les effets de report économiques : l'activité économique peut générer des effets de reports en termes de coût de production, de disponibilité des ressources, de la demande adressée aux entreprises, de capacité de financement, etc.
- Les effets de report sociaux et politiques : l'attitude sociale et politique de certains individus peut avoir des répercussions sur l'attitude sociale et politique des autres membres d'une collectivité.

Les effets de report sont typiquement des phénomènes que l'on retrouve au sein de collectivités qui sont organisées sous forme de réseaux. L'investisseur universel, en détenant un portefeuille diversifié d'actifs, doit prendre en compte la présence d'effets de report lorsqu'il évalue la performance des entreprises dont il détient des titres. La présence d'effets de report peut avoir une double influence sur le portefeuille de l'investisseur universel. D'une part, en présence d'externalités, la valeur des titres d'autres entreprises va être modifiée. D'autre part, les externalités générées par l'activité des entreprises va avoir une influence sur les performances de l'économie dans son ensemble, notamment à travers les changements dans l'environnement (les infrastructures publiques, la technologie directement appropriable, etc.).

Le concept d'externalité, qui fut inventé par l'économiste anglais A. Marshall pour expliquer la croissance des entreprises, se rapproche de celui de grappes industrielles. Marshall (1890) distingue ainsi les économies internes qui sont spécifiques à chaque entreprise et les économies externes qui sont liées à l'environnement des entreprises. Marshall (1919) est aussi le créateur du concept de « *industrial district* » qui est une forme d'organisation industrielle alternative à la grande entreprise. La zone industrielle regroupe un ensemble d'entreprises œuvrant dans le même domaine d'activité et qui ont des liens importants avec le milieu social environnant. Les économies externes générées par une zone industrielle résultent de la division sociale du travail (spécialisation) entre les entreprises, de la capacité à développer de nouvelles entreprises qui trouveront rapidement des débouchés et du partage entre les membres de normes et de conventions

sociales construites localement et qui assurent une plus grande capacité de coordination entre les acteurs (Amin, 2000 : 153). Cette approche du développement industriel n'est pas très éloignée du concept de *cluster* (grappe industrielle) décrit par Porter (2000). « Les grappes industrielles sont des regroupements sur une base géographique, d'entreprises en réseaux, de producteurs spécialisés, de services de support, d'entreprises appartenant à des secteurs complémentaires, et d'institutions associées (universités, agences spécialisées dans les normes de production et associations professionnelles) qui sont en concurrence entre eux mais qui coopèrent également. » (Porter, 2000 : 253, trad. pers.).

À travers le concept d'effets de report, d'externalités et de grappe industrielle, on retrouve la question de l'interdépendance entre les activités et entre les acteurs. La présence d'effets de report soulève la question des formes d'évaluation de l'activité des entreprises. L'évaluation financière de l'activité économique n'est plus le seul critère qui doit être pris en compte par l'investisseur universel. Cette question de l'évaluation connaît deux formes de développement : le bilan social des entreprises qui est développé par exemple par le fonds de solidarité de la FTQ et la construction d'indices boursiers dans lesquels la sélection et la pondération des titres présents dans l'indice tiennent compte de dimensions autres que la valeur boursière des entreprises (voir plus loin).

3.2.2. Les relations avec les pouvoirs publics

Une seconde dimension de l'activité des investisseurs universels porte sur les relations avec les pouvoirs publics et plus largement sur le statut quasi-public qu'acquièrent les grands investisseurs institutionnels dans un environnement managérial en recomposition (OCDE, 2001).

Les auteurs du concept d'investisseur universel soulignent que « *a second consequence of the existence of universal owners is that they come to occupy a quasi-public policy position as having an economic interest in the long-term health and well-being of the whole society* » (Hawley et Williams, 2000 : xv). Cette position conduit l'investisseur universel à s'intéresser à trois domaines de la politique publique :

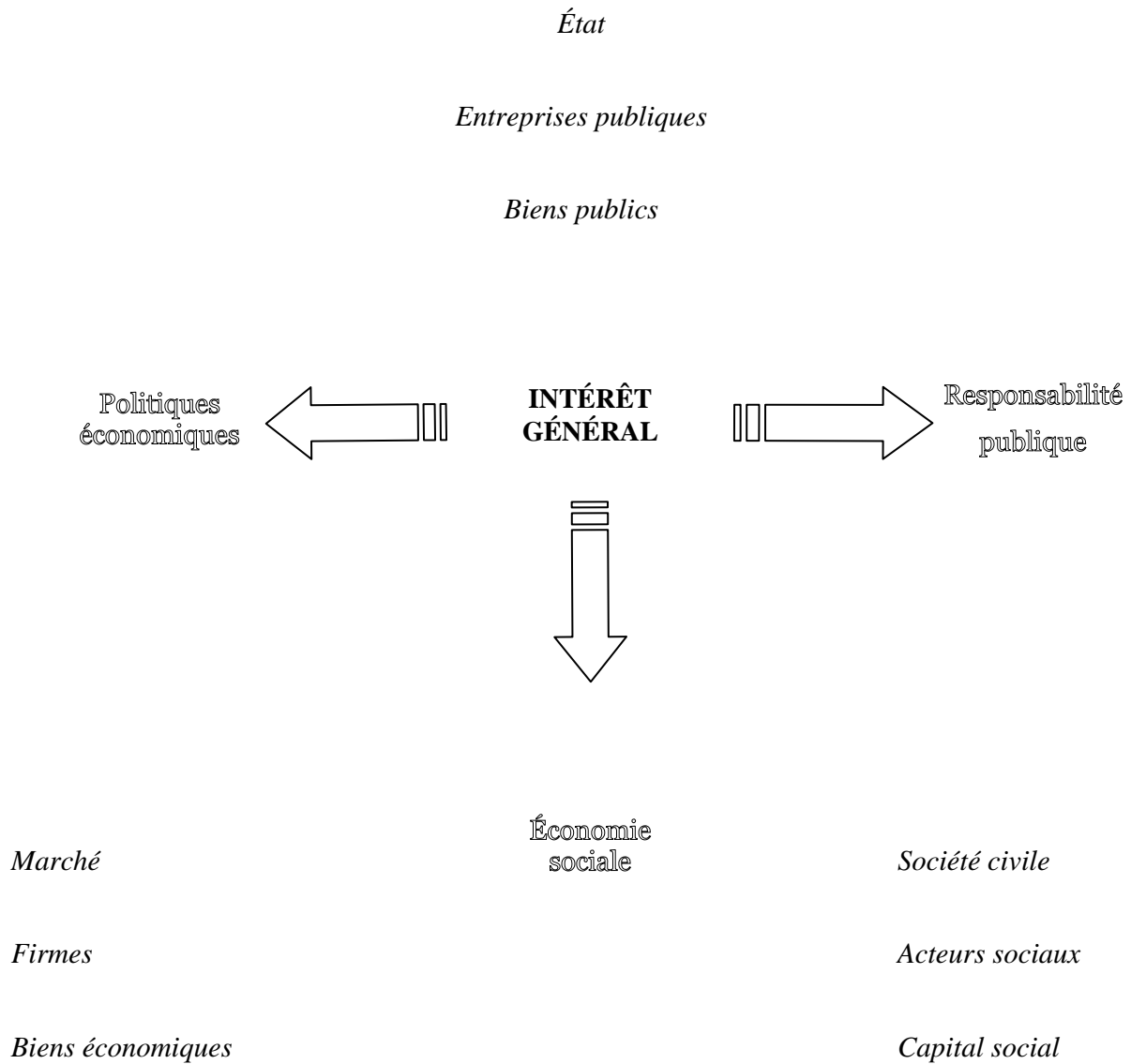
- La politique macro-économique des États. Ce sont les instruments de la politique économique keynésienne comme la politique monétaire et la politique budgétaire ;
- La réglementation publique ;
- La fourniture de biens publics comme la santé, l'éducation et les infrastructures publiques.

L'intérêt de l'investisseur universel pour ces trois domaines lui confère un statut d'acteur dans les débats et les processus de décision qui guident les décisions des autorités publiques.

Cette nouvelle position est cependant loin d'être complètement assumée par les investisseurs eux-mêmes. Bien souvent, leur influence sur les politiques publiques prend la forme de pressions informelles ou d'interventions dans des réunions privées. Les interventions auprès de dirigeants politiques sont généralement interprétées comme un moyen détourné d'orienter les choix publics dans un sens qui leur soit favorable. Cette ambiguïté vient du statut particulier de l'investisseur institutionnel qui n'est ni une personne morale privée, puisqu'il gère des fonds appartenant à d'autres, ni un acteur collectif comme les syndicats ou les associations, ni un représentant du secteur public.

L'intervention de l'investisseur universel dans la sphère publique est une question d'autant plus importante que les modalités de décision concernant la réglementation, la production et la répartition des biens publics ont évolué vers un modèle fondé sur le partenariat et la subsidiarité. La gouvernance s'est substituée au gouvernement. La gouvernance s'inscrit dans un double mouvement de redéfinition du droit public (centré sur la dimension technique et juridique de la régulation) et de participation des acteurs concernés à la définition et à la mise en œuvre des politiques publiques (Duchastel, 2004). La promotion de l'intérêt général n'est donc plus une prérogative exclusive de l'État. Elle se construit à travers les interactions entre les trois pôles de la collectivité que sont l'État, le marché et la société civile. La Figure 3 représente la transformation de la question de l'intérêt général et les enjeux qui sont associés à la nouvelle forme partenariale de la régulation de l'activité. L'investisseur universel tire sa légitimité en grande partie de la participation des partenaires et des représentants des citoyens aux instances de direction et de conseil de ces entreprises.

FIGURE 3
La gouvernance partenariale



L'investisseur universel est donc conduit à s'investir dans la sphère publique à au moins trois niveaux distincts. Le premier niveau est celui de la construction des politiques publiques à travers

la participation aux assemblées publiques et aux commissions d'organismes du secteur public. Le second niveau est celui de la coordination des acteurs pour la mise en œuvre des politiques publiques. Le troisième et dernier niveau est celui de l'accès à l'information, de l'évaluation des politiques publiques et de la responsabilité sociale des acteurs.

3.2.3. Les relations avec le secteur financier

L'investisseur universel, en tant que gestionnaire d'actifs financiers, entretient de multiples relations avec les marchés financiers et les acteurs de ce secteur, dans un contexte d'innovations financières et de transformations structurelles importantes.

Les gestionnaires d'actifs financiers entretiennent deux types de liens avec le secteur financier qui sont résumés dans le Tableau 3.

Dans un premier temps, ils sont les principaux acheteurs et vendeurs de titres sur les marchés boursiers, à travers les relations avec les spécialistes qui assurent la vente et l'achat continu des titres. Du fait de leur horizon de placement et de leur politique de risque, ce type d'investisseurs assure une relative stabilité du prix des titres. En période de tension sur les marchés, ils sont alors en mesure d'offrir une contrepartie suffisamment forte pour réduire les fluctuations des prix des titres. De plus, leur taille leur permet de former des départements d'analyse économique dont les scénarios d'évolution des marchés peuvent constituer des points focaux pour les autres investisseurs (Orléan, 1999).

Dans un second temps, l'investisseur universel entretient aussi des liens avec les autres acteurs du secteur financier. La croissance de la taille des gestionnaires d'actifs, ces dernières années, s'est accompagnée d'un mouvement d'externalisation de la gestion des actifs. Cette tendance a pour conséquence d'accroître les liens entre les grands investisseurs publics généralistes et les gestionnaires privés spécialisés. Le mouvement de délégation de gestion s'est développé selon deux principales tendances : la mise en concurrence de gestionnaires privés selon une logique de réduction des coûts et l'appui au développement de gestionnaires aux compétences complémentaires pour assurer le développement d'une « chaîne d'intermédiation » complète et éviter ainsi la présence de « *capital gap* » qui freine le dynamisme économique et l'investissement des entreprises.

TABLEAU 3
Les liens avec le secteur financier

FONCTIONS INSTITUTIONNELLES	ACTIVITÉS	DIMENSIONS MACROÉCONOMIQUES
Marchés	- Achat et vente de titres de la dette publique	- Stabilité du prix des actifs financiers
boursiers	- Achat et vente de titres du secteur privé	- Financement des politiques publiques
	- Scénarios de croissance et analyse du risque	- Liquidité du portefeuille des autres investisseurs
Acteurs	- Développement du capital de risque - Innovations financières - Formation des professionnels - Coordination des acteurs financiers (banques, fonds d'investissement, etc...)	- Accès aux marchés financiers - Développement de nouvelles sources de financement - Coordination de la chaîne de l'intermédiation financière.

Source : Chérif (2003 : 21)

Sur un plan plus transversal, la période actuelle est marquée par le développement de la gestion passive (indicielle) des actifs boursiers, principalement pour les portefeuilles d'actions. La gestion passive consiste à reproduire la structure d'un indice de marché de manière à ce que l'évolution de la valeur du portefeuille suive l'évolution de la valeur de l'indice. Cette forme de gestion peut se faire soit en interne, à travers la construction et le suivi d'un panier de titres par les gestionnaires du département des actions de l'investisseur, soit de manière externe à travers l'achat d'un titre dont la valeur suit exactement celle de l'indice boursier sélectionné.

Cette forme de gestion de portefeuille présente plusieurs avantages. Elle permet de réduire les coûts, ce qui est un critère important pour les caisses de retraite. Elle permet de diversifier son portefeuille tant du point de vue sectoriel que géographique. Néanmoins cet avantage est remis en cause lors des crises boursières internationales et du fait de la méthode de construction des principaux indices qui favorisent certains secteurs d'activité. Enfin, elle apporte aux grands gestionnaires l'assurance que le rendement du portefeuille sera semblable au marché et au

rendement du portefeuille des autres gestionnaires qui utilisent aussi la même méthode de gestion. La gestion passive d'actifs questionne l'objectif du développement économique pour l'investisseur universel. Il n'est plus possible d'intervenir directement en achetant des titres d'entreprises dont il est important de développer le secteur du point de vue de l'intérêt général. Avec la gestion indiciaire, l'intervention indirecte se substitue au contrôle direct des investissements. L'investisseur universel doit désormais intervenir sur la composition des indices boursiers pour influencer le financement des entreprises. Cette nouvelle forme d'intervention se retrouve principalement à travers le développement d'indices boursiers qui prennent en compte des facteurs sociaux ou sociétaux. Il existe deux grandes familles d'indices. La première repose sur la capitalisation boursière comme dans le cas de l'indice S&P 500 par exemple. Le poids de chaque entreprise dans l'indice est fonction de la valeur du stock total d'actions en circulation. Plus la capitalisation d'une entreprise est élevée, plus l'évolution du cours de son titre aura un impact important sur l'évolution de l'indice. La seconde famille d'indice prend en compte des facteurs non financiers, qu'ils soient industriels ou sociaux, comme dans le cas de l'indice Dow Jones (le choix des titres est fait par le *Wall Street Journal*) ou de l'indice Domini 400. Dans ce dernier cas, la capitalisation boursière est pondérée par des filtres sociaux et environnementaux¹⁶. Un premier type de filtre exclut les entreprises qui appartiennent à des secteurs dangereux pour la santé ou pour l'environnement. Un second type de filtre exclut des entreprises dans l'indice sur la base de leurs performances sociales (à cette étape, il reste 250 entreprises). Ensuite, des entreprises sont ajoutées lorsqu'elles ont une capitalisation suffisante et qu'elles sont représentatives de leur secteur d'activité (une centaine d'entreprises). Enfin, on ajoute des entreprises (au nombre de 50) aux performances sociales exceptionnelles. La construction de ce type d'indice qui incorpore des informations financières et des informations sociales est une question centrale pour l'investisseur universel¹⁷.

Dans l'avenir, il apparaîtra probablement nécessaire de construire des normes qui permettent d'assurer la transparence et la responsabilisation des agences qui construisent ce type d'indice, notamment en ce qui concerne l'utilisation de données sociales (Estes, 2005). Il faut néanmoins souligner que la construction d'indices est une forme importante, sinon primordiale, de financement de l'activité de la part des gestionnaires d'actifs¹⁸.

L'investisseur universel détient des titres pas uniquement sous la forme d'actions d'entreprises cotées en bourse. Il détient aussi des titres d'entreprises non cotées (ce que l'on appelle le placement privé) et des créances sur des actifs réels (actifs immobiliers et infrastructures par exemple). Dans ce domaine, la gestion par construction d'un indice est impossible (même si les performances des gestionnaires peuvent faire l'objet de comparaisons avec des indices financiers). Cependant, le comportement des grands investisseurs tend à confier ces fonds (entre 5 et 10 pour cent de l'actif total) à des investisseurs spécialisés. L'enjeu pour l'investisseur universel n'est alors

¹⁶ La méthode de calcul exacte des indices semble être une information privée, ce qui rend la présente description des indices parfois plutôt vague.

¹⁷ Bello (2005) suggère que la construction d'un portefeuille incorporant ou excluant des titres sur la base d'informations non financières n'est pas significativement différent sur le plan du couple rendement – risque qu'un portefeuille standard.

¹⁸ Dans l'esprit de la présente recherche, on pourrait réfléchir à la construction d'un indice d'intérêt général qui regrouperait des entreprises privées, des entreprises publiques et des organisations de l'économie sociale sur la base de leur apport au développement économique et social au niveau local.

plus d'influencer directement la gestion des entreprises dans lesquelles il a indirectement investi, mais plutôt de favoriser la coordination entre les différents acteurs impliqués dans la valorisation des actifs. L'investisseur universel cherchera donc à construire une intermédiation « épaisse » dans laquelle sont impliqués à la fois des apporteurs de capitaux mais aussi d'autres acteurs du développement des entreprises dans le domaine de la recherche, de la gestion du personnel, du marketing, etc. Sur le plan du développement des entreprises, l'investisseur universel est en mesure de suivre le développement des entreprises tout au long de leur cycle de vie en assurant directement ou indirectement les compétences nécessaires au financement des différents stades de son développement (Cherif, 2003).

Ainsi, pour l'investisseur universel qui détient un portefeuille diversifié d'actifs, les relations avec le secteur financier se sont transformées et portent désormais sur la gestion indicielle pour les actifs les plus liquides et sur l'existence de complémentarités entre les acteurs du secteur pour les actifs peu liquides.

CONCLUSION

L'idée qui sous-tend le concept d'investisseur universel vient d'une recherche de nouveaux outils de coordination de l'activité économique et sociale dans le sens de l'intérêt général, dans un contexte marqué par l'influence des acteurs financiers et la remise en cause de l'articulation classique entre le marché et l'État (Lévesque, 2003). À la volonté d'hégémonie du modèle de la régulation privée des activités répond un modèle coopératif fondé des relations de solidarité entre les acteurs (aussi bien au niveau individuel que collectif). Il ne semble plus possible de cloisonner les sphères d'activités en leur assignant un mandat exclusif (la production de marchandises au secteur privé, la production de biens publics au secteur public et la production de capital social au secteur coopératif).

En définissant l'investisseur universel comme un acteur financier dont la performance est liée à celle de l'ensemble de l'économie, les auteurs de ce concept ont pour ambition de prendre en compte l'impact social et non plus seulement financier de l'activité des gestionnaires d'actifs dont les plus importants sont des fonds de pension du secteur public. Cette relation résulte de transformations importantes dans le domaine financier : la croissance des fonds destinés au financement des retraites, la diversification des véhicules de placement, le développement des titres financiers hybrides et la stratégie de gestion de portefeuille indicielle. Ce nouveau paradigme remet en cause le cadre de pensée « traditionnel » fondé sur la séparation entre la gestion et la propriété du capital, l'efficacité des marchés financiers et l'absence d'effet des intermédiaires financiers sur la croissance. Le concept d'investisseur universel pose aussi d'épineuses questions sur le statut, l'organisation et la responsabilité de ces organisations.

Pour comprendre comment le nouveau paradigme de l'investisseur universel peut avoir un impact significatif sur les performances économiques et sociales, nous avons commencé par clarifier les dimensions afférentes à l'activité des gestionnaires d'actifs. Ces acteurs se trouvent au centre d'un réseau de relations qui portent sur la collecte de l'épargne salariale, le financement des entreprises, la mise en œuvre des politiques des politiques publiques et la structure du secteur financier. Cette position implique que l'investisseur universel se doit d'adopter une stratégie de développement en partenariat avec les autres acteurs s'il veut répondre aux exigences de sa double responsabilité de valoriser l'argent qui lui a été confié par les déposants et de participer au développement d'infrastructures collectives qui conditionnent l'amélioration des performances économiques et sociales. Le paradigme de l'investisseur universel a un impact dans trois domaines : l'évaluation de la performance des entreprises et le développement local ; les relations avec les pouvoirs publics et la gouvernance des entreprises collectives ; les relations avec le secteur financier et le développement de l'investissement socialement responsable.

BIBLIOGRAPHIE

- AMABLE, B. 2005. *Les cinq capitalismes - Diversité des systèmes économiques et sociaux dans la mondialisation*, Paris : Seuil.
- AMIN, A. 2000. « Industrial Districts », in E. Sheppard et T. J. Barnes, eds, *A companion to Economic Geography*, London : Blackwell : 149-168.
- ARGIMÓN, I., J. M. GONZÁLEZ-PÁRAMO et J. M. ROLDÁN. 1997. « Evidence of public spending crowding-out from a panel of OECD countries », *Applied Economics*, 29 : 1001-1010.
- BELAN, P., P. MICHEL et B. WIGNOLLE. 2003. « Les effets à long terme des fonds de pension », *L'Actualité Économique*, 79 (4), décembre : 457-480.
- BERLE, A. A. et G. MEANS, G. C. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*, New York : MacMillan.
- BER, H., Y. YAFEH et O. YOSHA. 2000. « Conflict of Interest in Universal Banking: Bank Lending, Stock Underwriting, and Fund Management », *CEPR Discussion Paper*, No. 2359, janvier.
- Bank for International Settlements. 2005. « Derivatives Markets », *BIS Quarterly Review: International Banking and Financial Market Developments*, March: 41-48.
- BELLO, Z. 2005. « Socially Responsible Investing and Portfolio Diversification », *The Journal of Financial Research*, XXVIII (1), Spring : 41-57.
- BOYER, R. 2000. « Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism ? A preliminary analysis », *Economy and Society*, 29 (1) : 111-45.
- BRENNAN, D. M. 2005. « "Fiduciary Capitalism," the "Political Model of Corporate Governance," and the Prospect of Stakeholder Capitalism in the United States », *Review of Radical Political Economics*, Vol. 37, No. 1 : 39-62.
- BRUNET, P. 2003. « Rapport du groupe de travail sur le rôle de l'État québécois dans le capital de risque », <http://www.mder.gouv.qc.ca/publications/economie/Interieurfrancais.pdf>
- CHERIF, M. 2003. *Ingénierie Financière et Private Equity*, Paris : Revue Banque.
- CLIFT, B. 2004. "The French Model of capitalism: Exceptionalism under Threat?", Paper presented at the *PSA Conference*, University of Lincoln, Avril, 26 pages.
- CREMER, H., F. GASMI, A. GRIMAUD et J. J. LAFFONT. 2001. « Universal Service : An Economic Perspective », *Annals of Public and Cooperative Economics*, 72 (1) : 5-43.

- DAVIS, E. P. et Y. HU. 2004. « Is there a Link Between Pension-Fund Assets and Economic Growth? – A Cross Country Study », *The Pension Institute*, Discussion Papers PI-0502, 42 pages.
- DUCHASTEL, J. 2004. « Du gouvernement à la gouvernance. Crise ou ajustement de la régulation néolibérale », in R. Canet et J. Duchastel, eds, *La régulation néolibérale. Crise ou ajustement*, Boisbriand : ATHENA : 17-47.
- ESTES, R. 2005. « Global change and indicators of social development », in M. Weil, ed, *The Handbook of Community Practice*, Thousand Oaks CA : Sage : Chapter 28.
- FENDER, I. 2003. « Institutional asset managers : industry trends, incentives and implications for market efficiency ». *BIS Quarterly Review*, Septembre.
- FREEDMAN, C. et W. ENGERT. 2003. « L'évolution financière au Canada : tendances passées et défis futurs ». *Revue de la Banque du Canada*, Été : 3-18.
- FRIEDMAN, M. 1970. « The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits », *New York Times Magazine*, 13 septembre : 11.
- GALBRAITH, J. K. 1956. *American Capitalism : The Concept of Countervailing Power*. Boston : Houghton Mifflin.
- GAGNÉ, G. 1999. « A propos d'un barbarisme (la financiarisation) et de son personnage (l'investisseur) », in M. Freitag et E. Pineault, eds, *Le Monde Enchaîné*, Montréal : Nota Bene : 151-176.
- GOMPERS, P. A. et J. LERNER. 1998. "Conflict of Interest in the Issuance of Public Securities: Evidence from Venture Capital", *NBER Working Paper*, no. W6847.
- HAAS, F. 2003. « Vers un 'continuum de marchés ? Modèles structurels et interactions entre marché de crédit et d'actions », Banque de France, *Revue de Stabilité Financière*, juin : 80-97.
- HANIN, F. 2005. « Fonds de pension du secteur public et modèles de développement au Canada : une étude comparative de la Caisse de dépôt et placement du Québec et du Canadian Pension Plan Investment Board (CPPIB) », *Cahiers du CRISES*, no ET0506, 38 pages.
- HAWLEY, J. P. et A. T. WILLIAMS. 2000. *The Rise of Fiduciary Capitalism, How Institutional Investors Can Make Corporate America More Democratic*, Philadelphia : University of Pennsylvania Press.
- HULL, J. 2003. *Options, futures & other derivatives*, Upper Saddle River, N.J. : Prentice Hall.
- KLEIN, P. G. et C. ZOELLER. 2001. « Universal-Bank Underwriting and Conflicts of Interest: Evidence from German Initial Public Offerings », Working Paper, *University of Georgia*, Janvier, 34 pages.

- LAFFONT, J. J. 1987. "Externalities", in P. Newman, J. Eatwell, M. Milgate, eds, *The New Palgrave Dictionary of Economics*, London : MacMillan : 263-265.
- LANGBEIN, J. H. 2004. « Rise of the Management Trust », *TRUSTS & ESTATES*, October : 52-57.
- LAZONICK, W. et M. O'SULLIVAN. 2000. « Maximizing shareholder value : a new ideology for corporate governance ». *Economy and Society*, 29 (1), février : 13-35.
- LECLERC, Y. 2005. « Ne pas confondre fonds de développement ou fonds d'investissement, entretien avec Jacques Fiset », *Réseaux*, vol. 2, no. 2, avril-mai : 29-30.
- LÉVESQUE, B. 2003. « Fonction de base et nouveau rôle des pouvoirs publics: vers un nouveau paradigme de l'État », *Annals of Public and Cooperative Economics*, 74 (4): 489-513.
- LIZEE, M. 2002. « Les enjeux des régimes de retraite en regard de l'action des syndicats québécois : couverture, sécurité du revenu et gestion des caisses de retraite », *Revue de l'IREC*, no. 40.
- MARSHALL, A. 1890. *Principles of Economics: an introductory text*, London : MacMillan.
- MARSHALL, A. 1919. *Industry and Trade*, London : MacMillan.
- MATHIS, J. 2002. *Gestion d'Actifs*, Paris : Economica.
- MONKS, R. A. G., et N. MINOW. 1996. *Watching the Watchers: Corporate Governance in the Twenty-First Century*, Cambridge (Mass.): Blackwell.
- MORIN, F. 2000. « A transformation in the French model of shareholding and management », *Economy and Society*, 29(1) : 36-53.
- MUSALEM, A. R. et R. J. PALACIOS, eds. 2004. *Public pension fund management : governance, accountability, and investment policies : proceedings of the second Public Pension Fund Management Conference*, Washington, D.C. : World Bank.
- O.C.D.E. 2001. *Le secteur public au XXIe siècle: repenser le leadership*, Paris: OCDE.
- ORLÉAN, A. 1999. *Le pouvoir de la finance*, Paris: Odile Jacob.
- PIORE, M. J. 2001. « The Emergent role of Social Intermediaries in the new Economy », *Annals of Public and Cooperative Economics*, 72 (3) : 339-350.
- PORTER, M. E. 2000. « Locations, Clusters, and Company Strategy », in G. L. Clark, M. P. Feldman et M. S. Gertler, eds, *The Oxford Handbook of Economic Geography*, Oxford : Oxford University Press.
- PROULX, J., D. BOURQUE et S. SAVARD. 2005. « Les interfaces entre l'État et le tiers secteur au Québec », *Cahiers de l'ARUC-Économie Sociale*, C-01-2005, mars, 90 pages.

- PURI, M. 1996. « Commercial banks in investment banking. Conflict of interest or certification role ? », *Journal of Financial Economics*, 40 : 373-401.
- RAMANADHAM, V.V. 1991. *The Economics of Public Enterprise*, London : Routledge.
- R. R. Q. 2004. *Évaluation du système québécois de sécurité financière à la retraite par rapport à celui d'autres pays industrialisés*, Direction de l'évaluation et de la révision, 120 pages.
- SCHMIDT, V. A. 2003. « French capitalism transformed, yet still a third variety of capitalism », *Economy and Society*, 32 (4), Novembre : 526-554.
- STEVENS, D. P. 2002. « Trust Law Implications of Proposed Regulatory Reform of Mutual Fund Governance Structures », Document de travail, 1^{er} mars, 91 pages. Disponible à l'adresse: www.cvmq.com/Upload/fichier_pdf/norme/2-Trust_Law_implications_81-402.pdf [consulté le 01/07/2005].
- STIGLITZ, J. 2003. *The Roaring Nineties*, New York: W. W. Norton.
- The Economist. 2004. « Making the wrong sort of capital », *The Economist*, 2 décembre, disponible à l'adresse : http://www.economist.com/agenda/displayStory.cfm?story_id=3445409 [page consultée le 02/07/2005].
- TREMBLAY, M. 2004. « Portrait of the Canadian Hedge Fund Industry ». *Financial System Review*, décembre : 41-44.
- UNEPFI. 2005. « 0,618... », no 5, janvier, 20 pages, disponible à l'adresse : www.unepfi.org [consulté le 01/07/2005].
- VIEDERMAN, S. 2002. « New Directions in Fiduciary Responsibility », Texte présenté à la réunion du *International Interfaith Investment Group*, New York, 20 juin, 5 pages, disponible à l'adresse : http://www.theglobalacademy.org/SV%20Paper3_IFR.asp [consulté le 01/07/2005]