

C-05-2005

**La finance au service de la communauté :
le rôle des investisseurs institutionnels
publics dans le développement de la
finance socialement responsable**

Frédéric Hanin,
Stagiaire post-doctoral CRISES-UQAM

Je remercie Gilles L. Bourque et Benoît Lévesque qui ont accepté de commenter ce texte. Je demeure bien entendu seul responsable des erreurs et omissions qui pourraient subsister.

Août 2005

Cahiers de l'ARUC-ÉS

Cahier N° C-05-2005

« La finance au service de la communauté : le rôle des investisseurs institutionnels publics dans le développement de la finance socialement responsable »

Frédéric Hanin

ISBN 2-89276-346-0

Dépôt Légal: Août 2005

Bibliothèque Nationale du Québec
Bibliothèque Nationale du Canada

Table des matières

Liste des figures et tableaux.....	iii
<i>Liste des figures.....</i>	<i>iii</i>
<i>Liste des tableaux.....</i>	<i>iii</i>
Liste des abréviations, sigles et acronymes.....	v
Résumé.....	vii
Introduction.....	1
1. L'épargne salariale et les fonds commun de placement socialement solidaires	3
2. La titrisation des actifs de l'économie sociale	7
3. La banque d'affaire au service du développement local.....	13
Conclusion	17
Bibliographie	21

Liste des figures et tableaux

Liste des figures

Figure 1 : La CDC et l'ISR.....	5
Figure 2 : La titrisation d'actifs au Canada	10
Figure 3 : La titrisation de créances.....	11
Figure 4 : Un idéal type du système de financement de l'économie sociale au Québec	18

Liste des tableaux

Tableau 1 : Les fonds de pension sur le marché des placements privés en 2003	14
--	----

Liste des abréviations, sigles et acronymes

CALPERS	California Public Employee's Retirement System
CDC	Caisse des dépôts et consignations
CDFI	Community Development Financial Institutions
CDP	Caisse de dépôt et placement
ETI	Economically Targeted Investment
FSR	Finance socialement responsable
ISR	Investissement socialement responsable
PERCO	Plans d'épargne retraite collective

Résumé

Le texte propose une réflexion sur le rôle des investisseurs institutionnels publics dans le développement de la finance socialement responsable (FSR). Notre propos vise à examiner comment les investisseurs institutionnels peuvent favoriser le financement de l'économie sociale. Il s'agit aussi de mettre en évidence le rôle des pouvoirs publics pour assurer le développement des innovations sociales dans le domaine financier à travers l'étude de trois investisseurs institutionnels publics. En France, la caisse de dépôts et consignations (CDC) soutient le développement de fonds mutuels dont une partie est destinée à l'économie sociale. Aux Etats-Unis, la FSR prend la forme de programmes d'investissements appelés « ETI » (*economically targeted investments*). Ils offrent un cadre intéressant pour analyser le rôle des investisseurs institutionnels publics dans l'accès aux marchés financiers pour les entreprises. Au Québec, la Caisse de dépôt et placement du Québec (CDP) est le principal investisseur dans le secteur des placements privés qui regroupe l'activité de banque d'affaire et qui permet de financer les entreprises qui sont victimes d'exclusion financière.

« *Not for profit, not for charity – but for services* »
(Clamp, 2001 : 206).

Introduction

Après avoir défendu l'existence d'une opposition entre un capitalisme anglo-saxon et un capitalisme rhénan, M. Albert (2003) écrit que le modèle de capitalisme du XXI^e siècle prendra la forme d'une nouvelle économie sociale de marché. Les concepts de finance socialement responsable (FSR)¹, de responsabilité sociale des entreprises (Notat, 2003) et de développement durable sont en passe de devenir le nouveau paradigme socio-économique du moment². Le développement de la finance socialement responsable n'est pas sans liens avec la croissance récente des investisseurs institutionnels : sociétés de gestion d'actifs financiers, grandes banques internationales, compagnies d'assurances, fonds mutuels et fonds de pension (Clark, 2000; Davies et Steil, 2001). Depuis l'éclatement de la bulle financière des nouvelles technologies, le rôle des investisseurs institutionnels est évoqué pour expliquer l'instabilité des marchés boursiers (Cardona et Fender, 2003), les exigences financières des actionnaires (Baudru et Kechidi, 2000; Baudru et Morin, 1999) et les contraintes de financement qui pèsent sur les entreprises (Plihon, 2002). Or, dans ces trois domaines, la FSR apporte un point de vue original à contre courant d'idées reçues en économie financière, en préconisant l'insertion de critères non financiers dans la gestion d'actifs, l'existence d'une responsabilité sociale des entreprises, le financement du développement local et la promotion de la cohésion sociale.

Ce nouveau paradigme permet aussi de questionner l'utilité des innovations financières pour financer les projets de l'économie sociale³. Les entreprises d'économie sociale sont

¹ Dans le texte, l'investissement socialement responsable (ISR) et la finance socialement responsable (FSR) sont traités comme des synonymes même si notre préférence va à l'utilisation du second. Bourque et Gendron (2003) ont souligné la double signification du terme *investment* qui englobe les deux termes français investissement et placement.

² Sa popularité provient à la fois du besoin de réunion entre l'économie et l'environnement social, mais aussi de réintroduction du normatif et du politique dans les rapports sociaux, deux idées dont l'économie et la gestion pensaient s'être définitivement émancipées. Au Québec, les débats autour d'un nouveau modèle québécois de développement expriment le souci d'articuler une réflexion sociale, économique et politique sur l'avenir des institutions québécoises (Vennes, 2003).

³ Nous reprenons la définition de l'économie sociale donnée en Angleterre : « A social enterprise is a business with primarily social objectives whose surpluses are reinvested for that purpose in the business or in the community, rather than being driven by the need to maximise profit for shareholders and owners. Social enterprises tackle a wide range of social and environmental issues and operate in all parts of the economy. By using business solutions to achieve public good (...) social enterprises have a distinct and valuable role to play in helping create a strong, sustainable and socially inclusive economy ». (Social Enterprise Unit, 2002; cité par Mc Geehan, 2003 : 157)

souvent victimes du phénomène de rationnement du crédit ou supportent des charges financières importantes qui freinent leur développement. Plusieurs facteurs sont à l'origine de ce constat. Tout d'abord, la structure juridique des coopératives empêche le financement par augmentation de capital, les parts sociales n'étant pas considérées comme des titres de propriété. Ensuite, la performance des entreprises d'économie sociale inclue une grande part de critères non financiers, rendant l'évaluation de la rentabilité des projets d'investissement plus difficile à faire pour les établissements financiers traditionnels. Enfin, les actifs des entreprises ont souvent un caractère collectif et ne peuvent donc pas servir de garantie à des prêts, où encore leur modèle de gouvernance ne correspond pas aux standards préconisés par le secteur financier. Par ailleurs, le développement de nouvelles entreprises demande un suivi de proximité qui peut s'avérer coûteux pour des banques généralistes.

Le secteur financier public est bien souvent le seul acteur collectif à même de faire la promotion des innovations sociales et d'assurer la cohésion entre la finance et l'économie sociale. En d'autres termes, il doit exister des acteurs financiers qui soient guidés par le souci de promouvoir l'intérêt général (Lévesque et al., 1997). La méthodologie utilisée ici est basée sur l'étude de cas qui permettent de soulever les enjeux de la FSR et le rôle privilégié que peuvent y jouer des investisseurs institutionnels publics. La première section présente l'exemple de la Caisse des dépôts et consignations (CDC) en France et le développement de l'épargne solidaire à travers les fonds communs de placement (finance indirecte). La section deux présente le cas américain des ETI (*Economically Targeted Investments*) à partir de l'exemple du fonds de pension public américain CalPERS, permettant ainsi d'étudier la titrisation des actifs (finance directe) pour des entreprises qui n'ont pas accès aux marchés financiers. La troisième section s'intéresse à la Caisse de dépôt et placement du Québec (appelée la CDP ou la Caisse par la suite) pour souligner le rôle du capital de développement dans le financement des entreprises locales. La conclusion présente une synthèse des trois modes de financement, en mettant en évidence le rôle que peut être amenée à jouer la CDP dans la promotion de la finance socialement responsable au Québec.

1. L'épargne salariale et les fonds commun de placement socialement solidaires

La CDP fut créée sur le modèle de sa « grande tante » française, la Caisse des dépôts et consignations (CDC) qui est née en 1816 pour restaurer la crédibilité de finances publiques mises à mal par différents scandales financiers autour de la période de la Révolution française. À partir de sa mission première de fiduciaire de dépôts publics et universels qui servaient entre autres à payer les retraites et à financer la construction de canaux, la CDC a étendu ses activités pour gérer, en 2003, un actif de 379,5 milliards d'Euros et employer 35900 personnes. Le groupe CDC – Caisses d'Epargne – La poste était en 2000 le septième gestionnaire de fonds d'investissement en Europe avec un actif de 81 milliards d'Euros, Deutsche Bank AG étant le premier gestionnaire d'actifs avec un actif de 140,4 milliards d'Euros (Boubel et Pansard, 2004 : 53).

La CDC assure désormais deux grands types d'activités : les missions d'intérêt général et les investissements de long terme⁴. Suite à la réforme du secteur financier public qui se déroule depuis cinq ans, Les pouvoirs publics disposent d'un véritable secteur financier de taille européenne qui soit apte à fournir l'ensemble des services financiers, de la banque de détail à l'assurance vie en passant par la gestion d'actifs. La distinction établie entre les missions d'intérêt général et les activités concurrentielles (suite aux exigences de la Commission Européenne) n'a pas empêché le secteur financier public d'assurer des services d'intérêt général et d'investir dans des activités centrales pour le développement économique du territoire. Dans la loi sur l'épargne et la sécurité financière votée en 1999, le législateur a défini le secteur financier public à partir de deux caractéristiques : a) un actionariat mettant en permanence en balance le souci de rentabilité avec d'autres objectifs; b) l'affectation d'une fraction significative des résultats à une mission d'intérêt général (Haut Conseil du secteur financier, 2001 : 117).

⁴ Parmi les missions d'intérêt général se trouvent la gestion des retraites, le financement du logement social et des infrastructures collectives, ainsi que le soutien au développement des régions et du secteur de l'économie sociale. Les investissements de long terme concernent des activités concurrentielles dans lesquelles les pouvoirs publics veulent développer des projets ou créer des partenariats avec d'autres acteurs du secteur. Par exemple, la CDC détient un portefeuille d'actions et d'obligations d'entreprises françaises dont la valeur était en 2003 de 137 milliards d'euros.

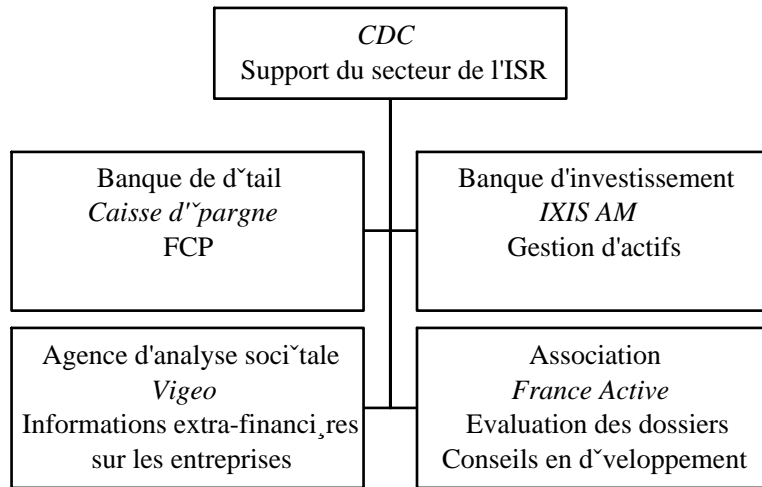
Le développement des fonds communs de placement solidaires est une réponse à la financiarisation de l'intermédiation bancaire, l'épargne des ménages prenant de plus en plus la forme de titres financiers (actions, obligations, achat d'assurance vie). La loi sur l'épargne salariale du 19 février 2001, appelée loi Fabius, inclut des dispositions pour la promotion de l'épargne solidaire⁵. L'épargne salariale concerne 52 pour cent des salariés du secteur marchand. Le stock d'épargne est évalué à 50 milliards d'Euros et il augmente de 7 milliards par année. La nouvelle loi institue des plans d'épargne retraite collective (PERCO). Les PERCO représentent une épargne de long terme (les fonds sont bloqués jusqu'à la retraite), diversifiée (seuls 5 pour cent des fonds peuvent être investis dans les titres de l'entreprise auquel appartient le cotisant), et collective (les fonds sont gérés par un conseil de surveillance où les salariés sont majoritaires). La loi oblige les conseils à proposer aux salariés des fonds d'épargne solidaire dans lesquels 5 à 10 pour cent de l'épargne est investie dans des entreprises solidaires. Des réductions d'impôts supplémentaires viennent compenser le risque en capital pris par l'épargnant solidaire. Au 31 décembre 2004, le nombre de fonds ISR (investissement socialement responsable) en France était de 122 pour un montant de 5,075 milliards d'Euros sous gestion. Le marché est dominé par les investisseurs institutionnels Dexia AM, BNP AM, Macif Gestion, IDE AM et IXIS AM. La majorité des sociétés de gestion détiennent un actif inférieur à 100 millions d'Euros. 13 agences de notations sociétales⁶ existent en France, 47 pour cent des sociétés de gestion faisant appel à l'agence Vigeo (Novethic, 2004).

Depuis une vingtaine d'années, la CDC s'est fortement impliquée dans l'investissement socialement responsable en contribuant à la structuration des fonds communs de placement solidaires comme illustré par la figure 1.

⁵ L'épargne solidaire a pour finalité de financer le développement des entreprises solidaires, définies comme « des entreprises non cotées, agréées par décision ministérielle, qui soit emploient au moins un tiers de salariés en grande difficulté d'insertion, soit revêtent une forme juridique à but non lucratif de type mutualiste ou coopératif et ne versent pas à leurs dirigeants une rémunération supérieure à quarante-huit SMIC. Leurs sont assimilés des organismes dont l'actif est composé pour au moins 80 % de titres émis par lesdites entreprises, ainsi que les établissements de crédit dont 80 % des prêts et investissements sont effectués en leur faveur » (Haut Conseil du secteur financier, 2001 : 113).

⁶ Sur les agences de notation sociétale, voir Fatoux et Tiberghien (2004).

Figure 1 : La CDC et l'ISR



Grâce à son implication, la CDC participe au développement de la finance solidaire en mettant en place des structures qui garantissent l'intermédiation entre les prêteurs et les emprunteurs dans le domaine de l'économie sociale. Tout d'abord, elle a participé en 1994 à la création, avec deux syndicats (la CFDT et la CGC), d'un fonds commun de placement appelé Insertion Emploi, qui est distribué par les agences de la Caisse d'épargne, qui est géré par IXIS Asset Management et dont 10 pour cent des fonds sont délégués à une association, France Active, qui met en place le financement pour les entreprises solidaires. Le financement des entreprises peut prendre trois formes : des apports de fonds associatifs avec droits de reprise, des apports de quasi-fonds propres ou des investissements en capital (Lécuyer, 2004). Ensuite, la CDC est membre d'un collectif, FINANSOL qui fait la promotion de l'épargne solidaire et qui a créé un label pour les produits financiers solidaires. Elle a aussi créé NOVETHIC, une entreprise qui réalise des études sur le secteur de l'ISR. Enfin, la CDC a participé à la création d'une agence d'analyse sociétale (ARESE) qui est devenu en 2002, VIGEO lorsque les syndicats de salariés ont décidé de participer au projet suite au vote de la loi sur l'épargne salariale.

Le financement de l'économie solidaire en France repose donc sur trois éléments. Premièrement, la nouvelle législation votée en 2001 a créé une obligation pour le secteur financier de consacrer une part non négligeable de l'épargne salariale au financement des entreprises solidaires. Ensuite, les autorités publiques ont restructuré le secteur financier public en créant un holding public de taille européenne dont la mission inclue un double mandat. Enfin, la CDC a soutenu la mise en place de structures indispensables au développement des fonds communs de placement solidaires.

2. La titrisation des actifs de l'économie sociale

Les Etats-Unis sont souvent présentés comme le lieu géographique par excellence du capitalisme libéral. Si on peut trouver bien des fondements à cette perception, elle masque cependant de réels efforts pour soutenir le développement de l'économie sociale, qu'on nomme dans ce pays « *Community Economic Development* »⁷. Le financement de l'économie sociale connaît plusieurs développements, que ce soit à travers les investissements des fonds de pension publics ou à travers le réseau des institutions financières au service de l'économie sociale (*Community Development Financial Institutions* ou CDFI). Dans les deux cas se pose la question de l'accès de l'économie sociale aux marchés financiers. Nous traiterons ici cette question à travers l'exemple de la titrisation d'actifs (*asset backed securities*).

Aux Etats-Unis, en 1995 lors de la dernière recension statistique sur les ETI (*Economically Targeted Investment*), 28 fonds de pension publics avaient mis en ce type d'investissements pour un montant investi de 55 milliards de dollars (Hoffer, 2004). Ils visent à la fois à obtenir un rendement satisfaisant sur les placements faits (en cela, il se distingue du bénévolat ou du don), et à soutenir le développement local. CALPERS (*California Public Employee's Retirement System*), le plus important investisseur institutionnel américain avec un actif de 167 milliards de dollars, définit les ETI dans les termes suivants.

An Economically Targeted Investment (« ETI ») is defined as an investment which has collateral intent to assist in the improvement of both national and regional economies, and the economic well-being of the State of California, its localities and residents. Economic stimulation includes job creation, development, and savings; business creation; increases or improvement in the stock of affordable housing; and improvement of the infrastructure. (CALPERS, 2002 : 1)

⁷ « CED is the process by which local people build organizations and partnerships that interconnect profitable business with other interests and values - for example, skills and education, health, housing, and the environment. In CED a lot more people get involved, describing how the community should change. A lot more organizations look for ways to make their actions and investments reinforce the wishes and intentions of the whole community. Business becomes a means to accumulate wealth and to make the local way of life more creative, inclusive, and sustainable - now and 20 or 30 years from now. » (Center for Community Enterprise, <http://www.cedworks.com/CEDdefinition.html>). Pour le cas du Canada, voir Shragge (1993).

Les programmes d'investissement ETI des fonds de pension sont plus généralement définis à partir de quatre conditions (Clark, 2000 : 240) :

1. L'investissement ETI doit procurer un couple rendement-risque similaire à des placements comparables.
2. L'investissement ETI doit avoir des effets « induits » (*collateral benefits*) identifiables sur les populations locales.
3. L'investissement ETI doit permettre de combler des besoins financiers non satisfaits auparavant.
4. L'investissement ETI doit bénéficier aux travailleurs qui cotisent au fonds de pension qui réalise l'investissement.
5. CalPERS a investi 9 milliards de dollars dans ce type de programme jusqu'à présent, cette somme servant aussi bien à financer l'accès au logement, des prêts aux petites entreprises, et des capitaux pour des banques ou des institutions financières locales. CalPERS a ainsi consacré 20 milliards de dollars au financement de l'économie californienne, ce qui représente 12 pour cent de son actif total. Selon Harrigan (2003), ancien président du fonds de pension, ces investissements auraient permis de créer plus de 54 000 emplois.

Le contexte actuel de croissance des investisseurs institutionnels devrait grandement favoriser les programmes ETI⁸. En effet, la baisse des revenus sur les titres publics et l'efficience accrue des grands marchés boursiers poussent de plus en plus d'investisseurs institutionnels à trouver des sources alternatives de revenu. Or, le développement local et communautaire représente un « marché » relativement peu exploré par ces investisseurs. Ce paradoxe tient en grande partie aux difficultés rencontrées par les investisseurs qui se sont lancés dans ces programmes. L'investissement direct dans le développement local présente des risques importants, les actifs n'étant pas liquides, alors même que le bénéfice social peut rarement être évalué en termes financiers, les effets sociaux étant alors traités comme des externalités non prises en compte dans les bilans des investisseurs. De plus, la gestion des programmes ETI induit des coûts élevés du fait de leur complexité, et demande bien souvent une collaboration avec les pouvoirs publics, ces derniers étant indispensables à la réussite des investissements. Or, cette collusion entre la finance et la politique est souvent vue comme une remise en cause du rôle de fiduciaire⁹.

⁸ Voir Zanglein (2001) pour une discussion des barrières qui freinent le développement des ETI.

⁹ L'administration Clinton avait proposé sans succès, à la fin des années quatre-vingt dix, d'utiliser le modèle des ETI pour financer des infrastructures publiques. La généralisation de ces programmes d'investissement se heurte à un préjugé de conflit d'intérêt entre la gestion financière des fonds de pension et l'intervention d'acteurs politiques. Voir Clark (2000, chapitre 10).

L'exemple des ETI aux Etats-Unis illustre la difficulté qu'il y a pour les investisseurs institutionnels à investir directement dans le « secteur » de l'économie sociale sans que les titres aient des caractéristiques financières (homogénéité, mesure financière des risques et liquidité). C'est pour faire face à ces contraintes que les autorités publiques américaines ont développé un réseau d'investisseurs spécialisés dans le financement de l'économie sociale, les CDFI. Ces investisseurs sont souvent des associations à but non lucratif ou des agences locales d'investisseurs nationaux qui permettent à des individus ou des communautés qui sont victimes d'exclusion financière de retrouver des sources de financement. Ces intermédiaires financiers publics collectent des fonds publics (subventions) ou privés (dons) et les investissent dans les communautés en difficulté. En 2002, 442 CDFI existaient, dont 239 étaient des coopératives de crédit (*credit unions*). L'actif total était de 10,2 milliards de dollars. Pour faire face à l'instabilité du volume de fonds collectés, plusieurs Réserves fédérales ont mis en place une réflexion autour de l'accès aux marchés de capitaux pour les CDFI, en s'associant avec une université (*la Southern New Hampshire University*), des banques d'investissement privés et une agence gouvernementale de titrisation de créances hypothécaires (Fannie Mae). Le programme intitulé « *Wall Street without walls* » a pour but d'assurer des séances de formation aux dirigeants des CDFI pendant lesquelles les mécanismes financiers sont analysés pour les adapter aux besoins de ces institutions financières¹⁰. Le programme intitulé *Capital Market Access Program*, a permis de suggérer plusieurs innovations financières pour assurer le développement des CDFI grâce à l'émission de titres sur les marchés financiers (Stanton, 2003).

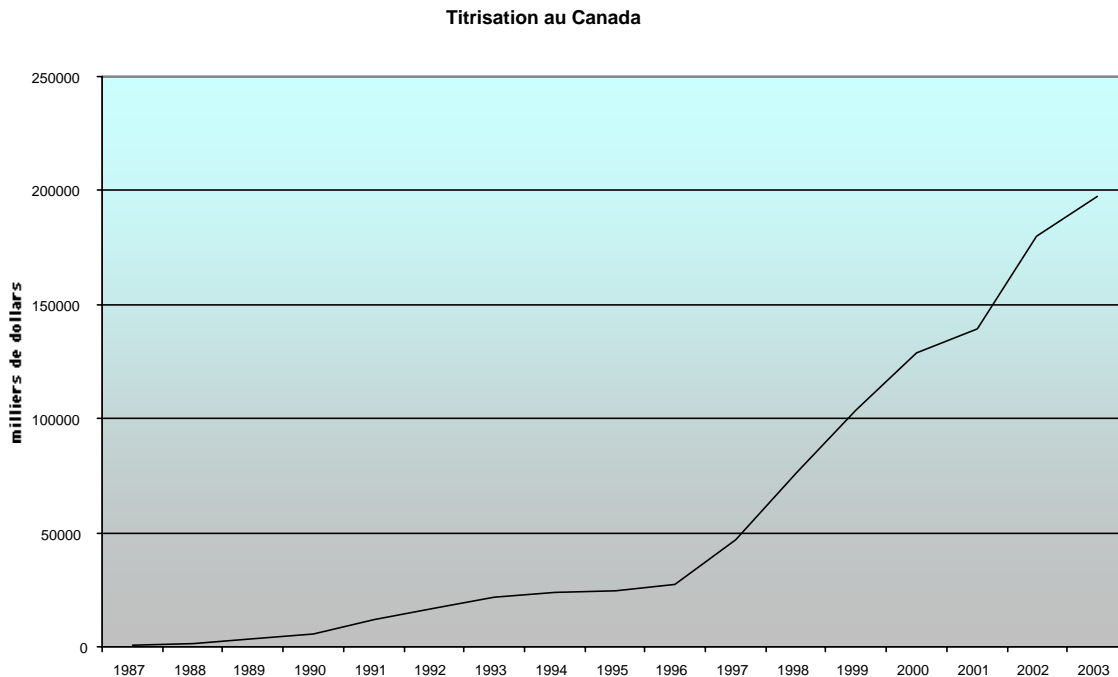
Les développements récents de la titrisation des actifs font partie de ces nouveaux modes d'accès aux marchés financiers.

Au Canada, le marché de la titrisation d'actifs a connu une forte croissance, comme dans le cas du papier commercial adossé à des actifs par exemple (Toovey et Kiff, 2003; Kiff, 2003).

¹⁰ Voir www.wallstreetwithoutwalls.com.

La figure 2 illustre la croissance de la titrisation depuis la fin des années quatre-vingt.

Figure 2 : La titrisation d'actifs au Canada



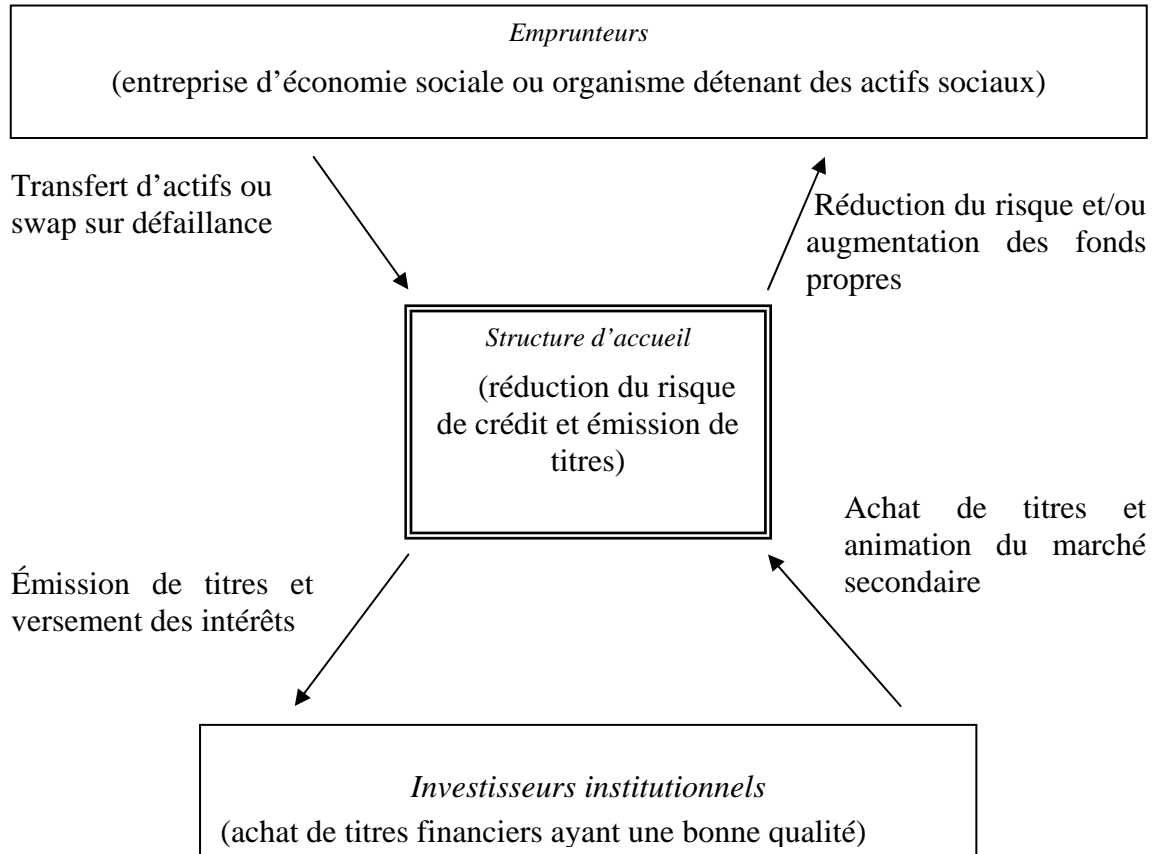
Pour le vendeur du titre, il s'agit souvent de réduire le risque¹¹ qui pèse sur ses actifs ou d'améliorer la présentation financière de son bilan pour accroître sa capacité d'emprunt auprès d'institutions bancaires, alors même que ses actifs ne peuvent être directement cédés sur un marché (soit parce que l'actif est spécifique ou encore parce qu'il n'existe pas de marché secondaire pour cet actif). Pour l'acheteur du titre, l'intérêt est d'acheter un titre de bonne qualité et procurant un rendement intéressant alors même qu'il n'aurait pu trouver les mêmes conditions financières en achetant directement les actifs sous-jacents.

La titrisation d'actifs « consiste à regrouper des quantités importantes de petits actifs homogènes dans une structure d'accueil qui émet de nouveaux titres dont la cote est plus élevée » (Toovey et Kiff, 2003 : 45). Au Canada, le marché est animé par les banques

¹¹ La réduction du risque de crédit peut se faire à l'aide de différentes méthodes comme l'émission de tranches subordonnées ou le rehaussement de crédit par une institution tiers jouissant d'une bonne cote de crédit. Dans le premier cas, la structure d'accueil émet des titres de qualités différentes, regroupant les actifs les plus risqués dans des titres de moins bonne qualité et permettant d'émettre des titres de très bonne qualité, ce qui n'aurait pas été possible autrement. Dans le second cas, la structure d'accueil émet

(Banque de Montréal, CIBC et Banque TD) alors que les acheteurs sont surtout des fonds de pension et des compagnies d'assurance. La figure 3 présente la structure de la titrisation d'actifs.

Figure 3 : La titrisation de créances



des titres pour une valeur inférieure au montant des actifs détenus ou bien obtient des lettres de crédit ou des cautionnements de la part d'institutions financières possédant une bonne cote de crédit.

Les nouveaux instruments financiers, comme les dérivés de crédit ou les titres adossés à des actifs, présentent un grand intérêt pour les entreprises d'économie sociale qui connaissent souvent une situation de rationnement du crédit de la part du secteur bancaire. Ce mode de financement a déjà été employé dans le cas d'actifs de microcrédit dans les pays en développement. Le 18 août 2004, *Blue Orchard Microfinance Securities I* annonçait l'émission d'obligations adossées à des créances de microcrédit pour une valeur de 40 millions de dollars. Cette émission était réalisée par la banque JP Morgan. Les titres étaient garantis par la signature d'une institution gouvernementale américaine spécialisée dans le risque de crédit à l'étranger (*Overseas Private Investment Corporation*). Les fonds seront gérés par trois firmes spécialisées dans la microfinance. Les obligations, émises en fonction de trois tranches de risques ont une durée de sept ans et un rendement proche des titres du gouvernement américain. Les fonds seront prêtés sous forme de microcrédit à des femmes vivant dans des pays d'Amérique Latine, d'Europe de l'Est et d'Asie du Sud-est. Ces nouveaux instruments ont pour caractéristique de séparer l'actif du risque qui est attaché à sa détention. Il est ainsi possible de vendre et d'acheter le rendement attaché à l'actif tout en réduisant le risque pour l'acheteur du titre. Néanmoins, ces nouveaux marchés financiers présentent des risques systémiques importants dans la mesure où ils posent d'épineuses questions sur le plan légal et financier, notamment pour évaluer la réalité du transfert de risques. Il est donc nécessaire que des institutions publiques soient en charge ou supervisent les structures d'accueil spécialisées dans la titrisation d'actifs.

3. La banque d'affaire au service du développement local

Le terme de banque d'affaire renvoi à l'image de banquiers privés célèbres tels J.P. Morgan, la famille Lazard ou la famille Rothschild¹². Le développement de cette activité correspond aux besoins des marchands à partir du XVIe siècle qui devaient financer des voyages, durant parfois de long mois, avant de pouvoir vendre les marchandises acquises en Orient ou dans les Amériques. Au tournant du XXe siècle, la banque d'affaire s'est reconvertie dans le financement des fusions et acquisitions lors de la constitution de grands trusts industriels. Aujourd'hui encore, la banque d'affaire est un métier qui consiste principalement à réaliser des montages financiers pour les entreprises, non cotées en bourse, qui désirent réaliser des opérations financières sans qu'elles soient publiques. La principale différence entre la période actuelle et l'âge d'or de la banque d'affaire indépendante du XIXe siècle est que ce sont les investisseurs institutionnels, grandes banques généralistes et fonds de pension, qui dominent le marché du placement privé¹³. Ce nouveau marché, qui s'adresse aux petites et moyennes entreprises, regroupe deux attitudes : l'investissement en capital à des fins de rendement et l'investissement en capital à des fins de développement (Mendell et al., 2003). C'est à cette seconde attitude que l'on va principalement s'intéresser bien que les données statistiques ne permettent pas de distinguer les deux.

Le marché des placements privés a connu une forte croissance ces dix dernières années en Amérique du nord. Aux Etats-Unis, il est passé de 22 milliards de dollars en 1992 à 108.1 milliards de dollars en 1999, le marché étant également partagé entre les placements en

¹² Pour une histoire de la banque d'affaire, voir Banks (1999).

¹³ L'intrusion des fonds de pension dans le marché des placements privés date des années soixante-dix aux Etats-Unis à l'occasion d'une modification de la loi sur les fonds de pension (ERISA). Suite à une modification de l'interprétation de la règle de l'homme prudent, les fonds de pension étaient autorisés à diversifier leurs actifs tant que le niveau de risque global du portefeuille n'en n'était pas affecté. Dans le cas des banques commerciales, leur intrusion sur ce marché a cru, lorsqu'elles se sont retrouvées en possession d'un portefeuille de placements privés dans les pays émergents au début des années quatre-vingt, lorsque la mode des fusions et acquisitions s'est développée aux Etats-Unis, et enfin pendant la bulle technologique de la fin des années quatre-vingt-dix. La récente loi Gramm-Leach-Bliley votée en 1999 permet explicitement aux conglomérats financiers (*Financial Holding Companies*) que sont devenues les banques de fournir des services de banque d'affaire.

capital de risque et le financement de rachat d'entreprises ou de prêts « mezzanines »¹⁴. Au Canada, le marché des placements privés, est dominé par les fonds de pension publics comme le montre le tableau 1.

Tableau 1 : Les fonds de pension sur le marché des placements privés en 2003

Nom	Actif (milliards)	Objectif (% de l'actif)
CDP Capital	129,6	11
Manulife Financial	73,9	N/A
Ontario Teachers Pension Plan	68	10
CPP Investment Board	62	10
British Columbia Investment Management Corporation	60	5
Ontario Municipal Employees Retirement System	34	7,5
Alberta Revenue	33	4
Hospitals of Ontario Pension Plan	17	N/A
BIMCOR	12	3
New Brunswick Investment Management Corporation	5,8	3

La Caisse a massivement investi dans les placements privés depuis le début des années soixante-dix, répondant ainsi à la volonté du gouvernement provincial de stimuler la création d'entreprises francophones au Québec et de faire face à la restructuration de la bourse de Montréal (Pelletier, 2002). En 2002, les placements privés représentaient un montant de 11,6 milliards de dollars, dont 1,5 milliards sous la forme de capital de risque, 8 milliards sous la forme de placements négociés et 134 millions pour les services aux PME québécoises (Mendell, Lévesque et Rouzier, 2003 : 43). Au début de l'année 2004, la CDP a restructuré son activité de banque d'affaire en créant deux portefeuilles. Le premier s'appelle placements privés et regroupe les activités de capital de risque, de rachats d'entreprises et de prêts mezzanine. Le second s'appelle participations et infrastructures et regroupe quatre activités : développement, accumulation, infrastructures et dette (Rousseau, 2005). Le portefeuille placements privés répond donc aux standards nord-américain (*private equity*) en regroupant les activités dévolues aux nouvelles banques d'affaire. Le portefeuille participations et infrastructures semble lui inclure les placements stratégiques

¹⁴ Les prêts « mezzanines » consistent en l'émission de titres qui se situent entre les actions et les obligations. Ils prennent souvent la forme de titres convertibles procurant un fort rendement et comportant

de la Caisse dans les grandes entreprises québécoises et l'ingénierie financière qui est réalisée traditionnellement par les banques d'investissement nord-américaines. L'activité de placements privés des investisseurs institutionnels publics comme la CDP permet d'envisager une activité de banque d'affaire au service du capital de développement et non pas seulement au service du capital de risque¹⁵.

Les nouveaux outils financiers utilisés par les banques d'affaire, comme le rachat d'entreprises ou les titres convertibles, peuvent intéresser les entreprises du secteur de l'économie sociale et éviter qu'elles ne supportent une contrainte financière trop forte de la part des grandes banques canadiennes, ou qu'elles soient dépendantes des subventions gouvernementales. Le rachat de l'entreprise par ses employés peut aussi être financé par ce type de placement et permettre à des entreprises de conserver un esprit coopératif, chaque travailleur étant actionnaire de l'entreprise mais avec un dividende « juste » qui peut être fonction de critères non financiers par exemple. Ce type de montage financier peut aussi permettre à l'entreprise de créer un fond destiné à financer les transferts de propriété entre les employés-actionnaires lorsque certains quittent ou entrent dans l'entreprise. Les obligations convertibles et les warrants¹⁶ permettent de financer les achats d'actif au démarrage des entreprises et de convertir ensuite les dettes en capital lorsque l'entreprise a pu accumuler des revenus, réduisant automatiquement son niveau d'endettement. Cela permet ainsi d'associer les créanciers de l'entreprise au développement à long terme de l'entreprise et de créer un réseau de partenaires autour de l'entreprise.

Les nouveaux outils financiers mis en œuvre dans l'activité de banque d'affaire présentent une souplesse bien plus importante que les titres cotés sur les marchés boursiers « publics », permettant aux investisseurs institutionnels de soutenir le développement des petites et moyennes entreprises ou de soutenir des entreprises dans une région en difficulté, où encore d'assouplir le rationnement du crédit de la part du secteur bancaire ou des intermédiaires

une option d'achat d'actions (Riding et Orser, 1997 : 181)

¹⁵ Pour une analyse des expériences des fonds de travailleurs américains, voir Calabrese (2001).

¹⁶ Un warrant est une option d'achat de titres dans le futur. Communément, un warrant est attaché à la vente d'obligations pour améliorer la qualité de l'émission et donc réduire le coût de financement. L'acheteur de

financiers. Dans cette perspective, l'idée de banque d'affaire de l'économie sociale rejoindrait celle de banque coopérative ou de *credit unions* dans les pays anglo-saxons.

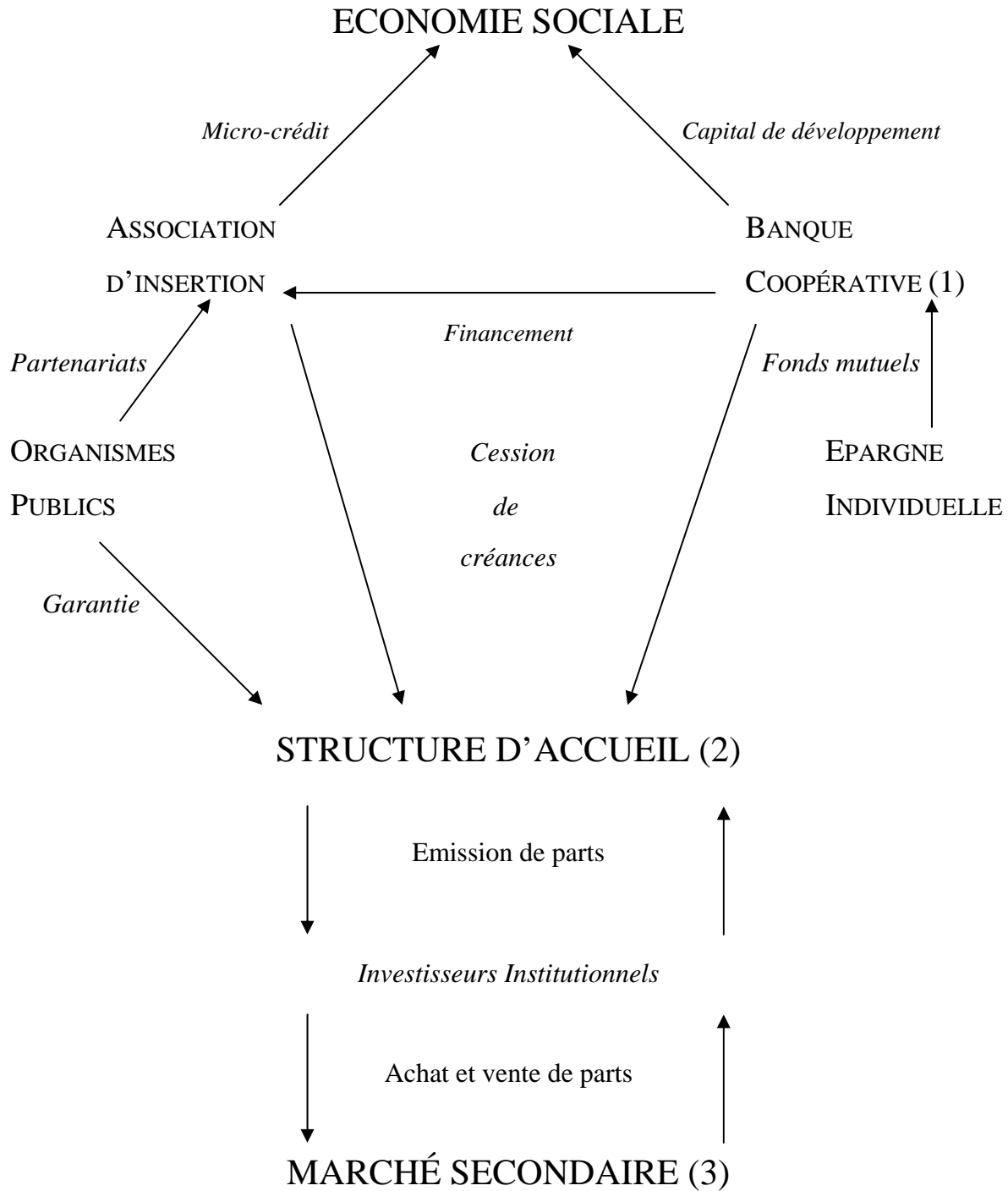
l'obligation obtient un droit d'acheter des actions pendant un temps déterminé à un prix déterminé qui est bien souvent inférieur au cours anticipé au moment de la période d'exercice de l'option.

Conclusion

Le courant de la finance socialement responsable qui se développe actuellement permet de reposer la question du lien social au travers des pratiques du secteur financier. Il n'est pas certain que le développement d'une économie hétérogène, dont une partie recherche la rentabilité financière et l'autre la satisfaction des besoins sociaux, constitue un modèle de société indépassable. L'idée d'une société écartelée entre ces deux pôles s'appuie souvent sur un schéma théorique libéral qui oppose l'Etat et le marché, laissant l'Etat gérer les externalités négatives produites par le secteur marchand. Notre étude s'appuie au contraire sur l'idée que la sphère de l'économie sociale peut tout à fait assurer son propre développement sur le plan financier avec le soutien d'investisseurs institutionnels publics dotés d'une double mission. Au-delà de la difficulté qu'il y a à comparer des organisations dont la culture est toujours spécifique, les trois exemples présentés, la CDC en France, CalPERS en Californie et la CDP au Québec, illustrent la capacité des pouvoirs publics à promouvoir l'intérêt général à travers des innovations financières : les fonds mutuels solidaires permettent d'insérer des critères sociaux dans le secteur de la gestion d'actifs; la titrisation d'actifs assure un accès aux marchés financiers pour les entreprises dont les actifs sont spécifiques; le capital de développement à travers les placements privés fournit une alternative aux exigences de rendement à court terme du secteur bancaire ou des investisseurs « classiques ». Ces innovations sociales apportent une réponse collective face à la financiarisation des relations économiques qui se traduit le plus souvent par une croissance des inégalités.

Au Québec, la Caisse est tout à fait en mesure d'être au cœur du rapprochement entre l'activité financière et l'économie sociale. La figure 4 illustre une configuration possible des outils de la finance socialement responsable.

Figure 4 : Un idéal type du système de financement de l'économie sociale au Québec



- (1) Ingénierie financière (activité de banque d'affaire)
- (2) Titrisation (activité de banque d'investissement)
- (3) Liquidité du marché (activité de banque centrale)

Récemment, la Caisse a exprimé son souci de tenir compte des enjeux de l'ISR dans les domaines de la gestion de portefeuille¹⁷, de la gouvernance d'entreprise¹⁸ et du développement local¹⁹. De part son statut d'investisseur universel (Hanin, 2005), la Caisse est ainsi en mesure d'offrir les structures nécessaires au développement d'un secteur des fonds communs de placement socialement responsables au Québec. De plus, ses contacts avec les entreprises au Québec, son portefeuille de placements privés, et son département d'analyse économique sont autant de points forts pour assurer la viabilité du projet. Dans le domaine de la finance directe, la CDP peut mettre en place une structure d'accueil qui permette aux petites entreprises et aux entreprises de l'économie sociale d'accéder aux marchés des titres adossés à des actifs. En effet, la CDP peut aussi bien assurer le lien avec les pouvoirs publics pour obtenir la garantie publique lors de l'émission de titres, que conseiller les entreprises lors des émissions et assurer la liquidité du marché grâce à ses contacts avec les gestionnaires de portefeuilles au Canada. En 2001, la CDP a déjà réalisé ce type de montage financier dans le domaine de l'immobilier et la nouvelle loi lui permet explicitement de développer cette activité. Dans le domaine des placements privés, la Caisse est en mesure de fournir du capital de développement avec l'aide de fonds de travailleur et le soutien d'une banque coopérative de développement. L'enjeu dans le domaine du secteur financier au Québec est donc moins de créer des structures nouvelles que de développer les complémentarités entre les différentes activités, finance directe, finance indirecte et placements privés.

¹⁷ « les gestionnaires doivent prendre en compte les critères sociaux, éthiques et environnementaux dans leur analyse préliminaire du risque inhérent à chaque investissement ». (CDP, 2005 :3)

¹⁸ « Des échanges réguliers de correspondance s'établiront entre les gestionnaires et les dirigeants des entreprises à l'égard de l'investissement socialement responsable et si nécessaire, des rencontres pourront se tenir ». (CDP, 2005 : 4)

¹⁹ « La Caisse s'attend à ce que les entreprises dans lesquelles elle investit (...) respectent les communautés locales dans lesquelles elles exercent leurs activités et favorisent leur développement ». (CDP, 2005 : 2)

Bibliographie

- ALBERT, M. (2003), « Une nouvelle économie sociale de marché ? Quels modèles d'entreprise pour un développement durable ? », *futuribles*, n. 287, juin, p. 5-21.
- BANKS, E. (1999). *The Rise and Fall of the Merchant Banks*. Kogan Page Ltd.
- BAUDRU, D. et KECHIDI, M (2000), « Stratégies financières des investisseurs institutionnels internationaux et comportement des firmes : Le contrôle par le marché », dans Ph Moati et M. El Mouhoub, eds, *Technologie et Connaissances dans la Mondialisation*, Economica.
- BAUDRU, D et MORIN, F. (1999). « Gestion institutionnelle et crise financière, une gestion spéculative du risque », dans Conseil d'Analyse Economique, *Architecture financière internationale*, Paris : La documentation française, p. 151-171.
- BOUBEL, A. et PANSARD F. (2004), *Les investisseurs institutionnels*, Paris, La découverte.
- BOURQUE, G. L. et GENDRON, C. (2004), « La finance responsable : la nouvelle dynamique d'une finance plurielle ? », *Economie et Solidarités*, 34 (1), p. 21-35.
- BOURQUE, G. L. (2000). *Le modèle québécois de développement, de l'émergence au renouvellement*. Sainte-Foy : Presses de l'Université du Québec.
- CALABRESE, M. (2001), « Building on Success : Labor-Friendly Investment Vehicles and the Power of Private Equity », in A. Fung, T. Hebb et J. Rogers, eds, *Working Capital : The Power of Labor's Pensions*, Ithaca et London : Cornell university Press, p. 93-127.
- CALPERS (2002). *Economically Targeted Investment Program*. Statement of Investment Policy, June 17.
- CARDONA, M. et FENDER, I. (2003), « L'évolution des facteurs influant sur le comportement des gestionnaires institutionnels : incidence potentielle sur les marchés de capitaux », *Revue de Stabilité Financière*, Juin, p. 98-109.
- CDP (2005), « Politique sur l'investissement socialement responsable », document disponible à l'adresse http://www.lacaisse.com/media/Politique_ISR_fr.pdf, consulté le 21 février 2005.
- CLAMP, C. A. (2001), « Coopératives at the start of the 21st Century : An Overview of the Coopérative Movement in the USA », in Gagnon, A.G. et Girard, J.P. (eds), *Le mouvement coopératif au cœur du XXI^e siècle*, Sainte-Foy, Presses de l'Université du Québec, p. 203-222.
- CLARK, G. (2000), *Pension Fund Capitalism*, Oxford, Oxford University Press.
- CRISES (2001), *Un cas exemplaire de nouvelle gouvernance*. Fonds de solidarité FTQ.
- DAVIS, E. P. et STEIL, B. (2001), *Institutional Investors*, Cambridge, MIT Press.
- FATOUX, F. et TIBERGHIE, F. (2004), « L'évaluation extra-financière des entreprises », *futuribles*, n. 293, janvier, p. 39-51.

- FONDS DE SOLIDARITE DES TRAVAILLEURS DU QUEBEC (2005), *Rapport Annuel 2004*, FTQ.
- HANIN, F. (2005), « La place des investisseurs institutionnels publics dans le nouveau régime de croissance financier », présentation au *séminaire du CERGO*, ENAP, 23 mars 2005. Disponible à l'adresse : www.teluq.quebec.ca/cergo/index.html.
- HARRIGAN, S. (2003), « Economically Targeted Investments: Doing Well and Doing Good », in Carmichael, I. et Quarter, J (eds), *Money in the line : Workers' Capital in Canada*, *Canadian*, Centre for Policy Alternatives, p. 237-252.
- HAUT CONSEIL DU SECTEUR FINANCIER (2001), *Un secteur financier public, pour quoi faire ?*, Rapport, Documentation Française.
- INDUSTRIE CANADA (2004), « Finding the Key : Institutional Investors and Private Equity », rapport disponible à <http://strategis.ic.gc.ca>, site visité le 01 mars 2005, 46 pages.
- KIFF, J. (2003), « L'évolution récente des marchés du transfert du risque de crédit », Banque du Canada, *Revue du système financier*, juin, p. 35-44.
- LECUYER, J.M. (2004), « Une législation et une fiscalité adaptées pour le développement des initiatives de solidarité économique : la Loi Fabius sur l'épargne salariale (février 2001) », texte présenté au Forum Finance solidaire et consommation responsable : pouvoirs publics et citoyens engagés pour la cohésion sociale, *Conseil de l'Europe*, Strasbourg, Palais de l'Europe, 4 et 5 novembre.
- LÉVESQUE, B., MALO, M.-C. ET ROUZIER, R. (1997), « La Caisse de dépôt et placement du Québec et le Mouvement des caisses populaires et d'économie Desjardins : deux institutions financières, une même convergence vers l'intérêt général ? », *Cahiers du CRISES*, n. 9703, 24 pages.
- MCGEEHAN, S., « Building Social Enterprises Through Investment », *Economie et Solidarités*, 34 (1), p. 156-167.
- MENDELL, M., LEVESQUE, B et ROUZIER, R. (2003), « Portrait du capital de développement au Québec : une première esquisse », *Economie et Solidarités*, 34 (1), p. 37-63.
- NOTAT, N. (2003), « La responsabilité sociale des entreprises », *futuribles*, n. 288, juillet-août, p. 11-28.
- NOVETHIC (2004), *L'indicateur Novethic*, disponible sur www.novethic.fr, site visité le 20 février 2005.
- PELLETIER, M. (1988), *La machine à milliards : l'histoire de la Caisse de dépôt et placement du Québec*, Montréal, Québec/Amérique.
- PLIHON, D. (dir.) (2002). *Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance*. Commissariat Général au Plan.
- RIDING A.L. et ORSER, B.J. (1997), *Beyond the Banks, creative financing for canadian entrepreneurs*, Toronto, Wiley.

- ROUSSEAU, H.P. (2005), « Stratégie d'investissement en capital de risque et placements privés », Présentation devant la *Chambre de commerce française au Canada*, 14 février 2005, 22 pages.
- SHARPE, W. F. (1964), « Capital Asset Prices : A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk », *Journal of Finance*, 19, p. 425-442.
- SHRAGGE, E., ed, (1993), *Community Economic Development, In Search of Empowerment and Alternatives*, Montreal : Black Rose.
- STANTON, G. M. (2003), « Unblocking Obstacles to Capital Markets for Community Development Lenders », ARC, *School of Community Economic Development*, Southern New Hampshire University, 31 pages.
- TOOVEY, P. et KIFF, J. (2003), « Le marché canadien du papier commercial adossé à des actifs : évolution et enjeux », Banque du Canada, *Revue du système financier*, juin, p. 45-51.
- VENNE, M. et BEDARD, E. et alii (2003), *Justice, démocratie et prospérité : l'avenir du modèle québécois*, Montréal, Québec-Amérique.
- ZANGLEIN, J. E. (2001), « Overcoming Institutional Barriers on the Economically Targeted Investment Superhighway », in A. Fung, T. Hebb et J. Rogers, eds, *Working Capital : The Power of Labor's Pensions*, Ithaca et London : Cornell university Press, p.181-202

