

Direction des bibliothèques

AVIS

Ce document a été numérisé par la Division de la gestion des documents et des archives de l'Université de Montréal.

L'auteur a autorisé l'Université de Montréal à reproduire et diffuser, en totalité ou en partie, par quelque moyen que ce soit et sur quelque support que ce soit, et exclusivement à des fins non lucratives d'enseignement et de recherche, des copies de ce mémoire ou de cette thèse.

L'auteur et les coauteurs le cas échéant conservent la propriété du droit d'auteur et des droits moraux qui protègent ce document. Ni la thèse ou le mémoire, ni des extraits substantiels de ce document, ne doivent être imprimés ou autrement reproduits sans l'autorisation de l'auteur.

Afin de se conformer à la Loi canadienne sur la protection des renseignements personnels, quelques formulaires secondaires, coordonnées ou signatures intégrées au texte ont pu être enlevés de ce document. Bien que cela ait pu affecter la pagination, il n'y a aucun contenu manquant.

NOTICE

This document was digitized by the Records Management & Archives Division of Université de Montréal.

The author of this thesis or dissertation has granted a nonexclusive license allowing Université de Montréal to reproduce and publish the document, in part or in whole, and in any format, solely for noncommercial educational and research purposes.

The author and co-authors if applicable retain copyright ownership and moral rights in this document. Neither the whole thesis or dissertation, nor substantial extracts from it, may be printed or otherwise reproduced without the author's permission.

In compliance with the Canadian Privacy Act some supporting forms, contact information or signatures may have been removed from the document. While this may affect the document page count, it does not represent any loss of content from the document.

Université de Montréal

De la responsabilité morale des investisseurs institutionnels :
Le cas du Régime de retraite de l'Université de Montréal

par
Philippe Bélanger

Département de philosophie
Faculté des arts et des sciences

Mémoire présenté à la Faculté des études supérieures
en vue de l'obtention du grade de M.A.
en philosophie
option recherche

Novembre 2007

©, Philippe Bélanger, 2007



Université de Montréal
Faculté des études supérieures

Ce mémoire intitulé :
De la responsabilité morale des investisseurs institutionnels :
Le cas du Régime de retraite de l'Université de Montréal

présenté par :
Philippe Bélanger

a été évalué par un jury composé des personnes suivantes :

Christine Tappolet
présidente-rapporteur

Wayne Norman
directeur de recherche

Peter Dietsch
membre du jury

Résumé

Dans le cadre de ce mémoire, nous nous sommes affairés à démontrer que les investisseurs institutionnels, et plus particulièrement les régimes de retraite, auraient la responsabilité morale d'adopter l'attitude éthique du bon compétiteur et du bon superviseur. Dans le but de clarifier cet enjeu, nous nous sommes concentrés sur l'étude du design institutionnel propre au Régime de retraite de l'Université de Montréal (RRUM) et avons tâché d'établir que deux des dispositifs propres au courant de l'investissement socialement responsable (ISR) : les filtres d'investissements éthiques et l'actionnariat engagé, pouvaient concourir à l'accomplissement de ces fins morales.

Afin de parvenir à ce constat nous avons, en premier lieu, tâché de prouver que les sociétés par actions auraient elles-mêmes un certain nombre de responsabilités morales dont celle d'agir en tant que bon compétiteur. Par la suite, nous avons postulé que le RRUM, en tant que propriétaire de ces dites entreprises, aurait également l'obligation morale d'être un bon compétiteur et, de surcroît, un bon superviseur. Ce faisant, nous avons aussi rappelé que les dirigeants du Régime ont l'obligation fiduciaire d'obtenir un bon rendement financier. Finalement, à la suite de l'examen des principales critiques dirigées à l'encontre des filtres d'investissements éthiques et de l'actionnariat engagé, nous concluons que ces dispositifs peuvent légitimement contribuer à la réconciliation de ces obligations morales et financières, à condition d'être implantés de manière prudente, tout en étant légitimé par l'adoption d'une position claire de l'Assemblée des membres du RRUM.

Mots clés : Investissement socialement responsable, responsabilité sociale des entreprises, éthique des affaires, régimes de retraite, investisseurs institutionnels

Summary

In the context of this thesis we attempted to prove that institutional investors, in particularly pension funds, have the moral responsibility to adopt an attitude of a “good competitor” and “good supervisor”. In order to accomplish this goal, we focussed on the analysis of the institutional design of the Régime de retraite de l'Université de Montréal (RRUM) and tried to demonstrate that two socially responsible investment (SRI) devices: ethical investment filters and active shareholder control, can provide a basis to achieve the mentioned moral aims.

In the first part of this study we try to evidence that corporations themselves have to assume certain moral responsibilities including the responsibility to act as a “good competitor”. In the following we aim to show that the RRUM, as a shareholder, has to assume the moral obligation of being a “good competitor” and “good supervisor”. In this regard we have also recalled the fiduciary obligation of pension fund managers to achieve good financial results. Finally, after having studied the principal arguments for and against ethical investment filters and active shareholder control, we conclude that these two legitimate SRI devices can contribute to the reconciliation of financial and moral obligations considering that they both have to be implement with prudence and legitimate by a clear position of the members of the Assemblée des membres du RRUM.

Keywords: Socially responsible investing, corporate social responsibility, business ethics, pension funds, institutional investors

Table des Matières

Résumé.....	iii
Summary.....	iv
Liste des abréviations.....	vii
Remerciements.....	viii
Avant-propos.....	ix
Introduction.....	1
Chapitre 1 : Responsabilité sociale et gouvernance d'entreprise.....	16
1.1 La responsabilité morale : une affaire d'individus?.....	20
1.2 Gouvernance d'entreprise et théorie des parties prenantes.....	29
1.2.1 <i>Théorie économique du droit et gouvernance des sociétés par actions.....</i>	<i>29</i>
1.2.2 <i>Une revue critique de la théorie normative des parties prenantes.....</i>	<i>36</i>
1.2.3 <i>Remarques finales sur la gouvernance d'entreprise et la responsabilité sociale.....</i>	<i>40</i>
1.3 L'institution du marché et l'éthique de la compétition.....	43
Conclusion : Chapitre 1.....	54
Chapitre 2 : Responsabilités morales et fiduciaires du Régime de retraite de l'Université de Montréal.....	56
2.1 Le RRUM et sa structure de gouvernance.....	60
2.2 D'une éthique du bon compétiteur à une éthique du bon superviseur.....	66
2.2.1 <i>Des limites de la responsabilité morale des actionnaires.....</i>	<i>67</i>
2.2.2 <i>Sur le rôle et les obligations morales des actionnaires institutionnels au sein des marchés financiers.....</i>	<i>70</i>
2.2.3 <i>Remarques finales sur les responsabilités morales du RRUM.....</i>	<i>78</i>
2.3 Responsabilité fiduciaire et obligations morales.....	80

2.3.1 <i>Une interprétation souple de la notion de meilleur intérêt fiduciaire</i>	81
2.3.2 <i>Une interprétation souple de la notion de bon profit</i>	82
2.3.3 <i>Remarques finales sur la notion de responsabilité fiduciaire</i> ...	85
Conclusion : Chapitre 2.....	87
Chapitre 3 : L'investissement socialement responsable et ses méthodes	88
3.1 Sur les filtres d'investissements.....	89
3.1.1 <i>Sur la motivation des mains propres</i>	93
3.1.2 <i>Sur la performance financière</i>	101
3.1.3 <i>Sur l'influence positive</i>	108
3.1.4 <i>Remarques finales sur les filtres d'investissements</i>	115
3.2 L'actionnariat engagé.....	118
3.2.1 <i>Une description de l'actionnariat engagé</i>	118
3.2.2 <i>Les critiques formulés à l'encontre de l'actionnariat engagé</i>	121
3.2.3 <i>L'actionnariat engagé une dépense supplémentaire ?</i>	129
3.2.4 <i>Sur les conséquences de l'actionnariat engagé</i>	134
3.2.5 <i>Remarques finales sur l'actionnariat engagé s'impliquer au-delà du vote?</i>	138
Conclusion : Chapitre 3.....	141
Conclusion finale	144
Bibliographie.....	150
Annexes.....	167
A. Déclaration de principe de l'Université de Montréal sur les achats et les placements socialement responsables.....	167
B. Mandats et composition du RRUM.....	168
C. Les dix principes du Pacte mondial des Nations Unies.....	172
D. Extrait de la politique de placement du RRUM.....	173

Liste des abréviations

AEI : *American Enterprise Institute for Public Policy research*

CA : Conseil d'administration

CAAPSR : Comité aviseur sur les achats et les placements socialement responsables

CSR : Corporate social responsibility

EIRIS : *Ethical Investment Research Services*

ETAG : *Ethical Trading Action Group*

ESG : Environnemental, sociale et bonne gouvernance

ISR : Investissement socialement responsable

MSN : *Maquillas Solidarity Network*

OCDE : Organisation de Coopération et de Développement Économiques

OMS : Organisation Mondiale de la Santé

ONG : Organisme non-gouvernemental

ONU : Organisation des Nations Unis

PDG : Président-directeur général

RSE : Responsabilité sociale des entreprises

RRSE : Regroupement pour la Responsabilité Sociale et l'Équité

RRUM : Régime de retraite de l'Université de Montréal

SEC : *Security Exchange Commission*

SHARE : *Shareholder Association for Research and Education*

SIO : *Social Investment Organisation*

SRI : *Socially responsible investment*

UdeM : Université de Montréal

Remerciements

Comme il se doit, j'aimerais remercier plusieurs personnes sans qui l'avènement de cette grande aventure eut été une tâche plus difficile et beaucoup moins agréable. En premier lieu, mon Directeur de recherche, Wayne Norman, qui me permit d'approfondir et de raffiner avec un œil peu commun les principaux concepts d'importance liés au domaine de l'éthique des affaires, dans un contexte de recherche international des plus stimulants. En second lieu, mes collègues de la Chaire en éthique des affaires Caroline Roux, Pierre-Yves Néron, Dominic Martin et Caroline Allare avec qui j'eus l'occasion d'avoir bon nombre de discussions des plus enrichissantes. Sans oublier Martin Blanchard l'être indispensable derrière le CRÉUM. Je tiens également à exprimer ma reconnaissance à Elsa Mouelhi-Rondeau, Stéphanie Pelletier ainsi qu'Annie Journet pour leurs précieux commentaires et corrections. Puis, naturellement, je tiens à remercier ma famille et amis qui m'ont toujours épaulé dans mes projets, plus particulièrement mes parents Claire et Michel. En dernier lieu, mais du fond du cœur, je tiens également à souligner l'inspiration que me procura ma douce compagne à qui je dédie cet ouvrage.

Für Caroline

Avant-propos

Tel que l'évoquait André Duhamel et Noureddine Mouelhi « Le secteur de l'éthique des affaires est fondamentalement ambigu. » (2001 : 232), perpétuellement tiraillée entre impératifs d'efficacité économique et principes moraux, l'étude philosophique des enjeux propres à ce domaine est d'autant plus difficile qu'elle doit ultimement permettre de dépasser cette division apparente par la réunion d'un langage commun entre la philosophie et l'économie. Or, afin de réunir ces deux principes essentiels au bien-être d'une société complexe, il importe non seulement d'analyser ces enjeux d'un point de vue individuel, mais surtout d'un point de vue institutionnel et organisationnel. (Weinstock, 2006 : 25)

Dans le cadre de ce mémoire, nous tentons essentiellement de démontrer que, dans le contexte actuel, les investisseurs institutionnels, tel que le régime de retraite de l'Université de Montréal, devraient, afin de parvenir à ce dépassement, assumer certaines obligations morales d'ordre sociales et environnementales. À cet égard, nous tâcherons de démontrer que le fait d'assumer ces dites obligations ne serait guère irréconciliable avec leurs propres impératifs d'efficacité économique. Afin d'y parvenir, nous avons choisi de faire appel à de nombreux concepts théoriques tels : la responsabilité sociale des entreprises, l'investissement socialement responsable, la théorie des parties prenantes et l'analyse économique du droit. Cette stratégie pourrait, de prime abord, sembler périphérique à notre sujet d'analyse. Cependant, compte tenu des récents développements et de l'état actuel de la littérature francophone dans ce domaine pointu, il nous a semblé important d'entreprendre ce vaste chantier. Par ailleurs, il nous eut semblé difficile d'analyser les responsabilités sociales et environnementales des investisseurs - et actionnaires - sans, au préalable, avoir analysé celles des sociétés par actions.

Par conséquent, cette démarche à l'avantage de fournir une large perspective du domaine, en revanche, on pourra nous reprocher le fait de ne pas avoir détaillé avec une minutie scrupuleuse certains des concepts proposés. De plus, malgré l'étendue des enjeux que nous nous sommes attardés à décrire, nous sommes parfaitement conscients que notre démonstration comporte également un certain nombre de limites importantes qu'il importe de considérer avec attention avant d'entreprendre une lecture sérieuse de ce travail.

En premier lieu, il appert extrêmement important de mentionner que nous avons volontairement écarté les questions épistémologiques en lien avec l'évaluation de la performance sociale et environnementale des entreprises. À cet égard, nous sommes tout à fait conscient qu'il existe toujours un certain nombre de controverses

majeures autour de ces thèmes (Mac Donald et Norman, 2004; Crane, 1999). Bien que la possibilité théorique de recueillir des informations normatives valides et fiables demeure une condition incontournable à l'applicabilité de notre développement théorique, nous avons préféré, pour l'heure, nous abstenir d'aborder ces enjeux, avec tout le détail que cela aurait pu nécessiter dans le contexte limité de ce travail.

En second lieu, nous souhaitons spécifier que, même si nous traitons abondamment des stratégies d'interventions issues du mouvement de l'investissement socialement responsable, nous désirons prendre une certaine distance avec le contenu normatif promu par ce dernier. Il existe certaines raisons de croire qu'il faille attentivement étudier chacun des principes et positions normatives mis de l'avant lorsqu'on traite d'investissements responsables. (Schwartz, 2003) Mais, encore une fois, nous n'avons malheureusement pas réalisé d'études détaillées sur la validité de l'ensemble des positions normatives actuellement défendues par les principaux acteurs de ce milieu. Nous nous sommes plutôt attardés à démontrer que, d'un point de vue formel, les investisseurs institutionnels, tel que le Régime de retraite de l'Université de Montréal, avaient un certain nombre d'obligations morales sans pour autant défendre avec vigueur le détail du contenu de ces dernières.

En troisième lieu, le lecteur attentif et informé des différences importantes existant entre les marchés financiers américains et canadiens ne pourra s'empêcher de me reprocher le traitement indifférencié des caractéristiques de ces derniers. En ce sens, le marché canadien comporte un certain nombre de différences et est bien connu pour comprendre une part beaucoup plus significative d'entreprises détenues ou encore contrôlées (par divers dispositifs légaux) par un ou quelques actionnaires dominants. Cette situation modifie l'approche et le pouvoir des investisseurs indépendants envers de telles entités. Par conséquent, l'analyse de telles situations exigerait quelques raffinements à l'exposition de notre théorie. Malgré tout, nous croyons, pour l'heure, qu'une telle opération demeure relativement secondaire et qu'un bon nombre de questions ici soulevées permettront de mieux structurer et comprendre les enjeux normatifs entourant l'investissement socialement responsable tant dans un contexte canadien qu'américain. Par ailleurs, tel que le mentionne le professeur de droit Stéphane Rousseau « Même si elles diffèrent dans les détails des régimes, les lois canadiennes et américaines partagent donc une philosophie et une approche similaires. » (2007b : 3)

Introduction

Après les grands scandales financiers américains¹, la confiance des citoyens nord-américains à l'égard des grandes sociétés par actions fut largement ébranlée. Cette crise de légitimité attisa significativement de nombreux débats éthiques liés au domaine des affaires. Nombre d'académiciens et de membres de la société civile se sont interrogés au sujet des responsabilités morales attribuables aux gestionnaires d'entreprise, voire à l'entreprise elle-même². De fait, de nombreuses conceptions théoriques, telles que la citoyenneté des entreprises, la responsabilité sociale (et environnementale) des entreprises (RSE) et la théorie des parties prenantes, ont resurgi avec plus de vigueur. Ce faisant, les questions relatives à l'éthique en sont venues à occuper une place de plus en plus importante au sein de la littérature universitaire sur l'entreprise³. Un signe révélateur de cette progression réside, en outre, dans le fait que ce vocabulaire ne soit pas seulement devenu l'apanage de militants altermondialistes ou encore d'universitaire aux vues idéalistes, mais qu'il se trouve désormais dans le langage de nombreux leaders d'entreprises multinationales et chefs d'État (Henderson, 2001 : 4)⁴.

¹Au cours des années 2001 et 2002, de nombreux scandales financiers ont fortement ébranlé l'économie américaine. Parmi ceux-ci, le plus connu et le plus retentissant fut sans nul doute celui d'Enron. Nombreux sont les autres icônes de l'univers financier américain à avoir été mis en cause : Arthur Anderson, WorldCom, General Electric, Tyco, Halliburton, AOL Time-Warner, Merrill Linch et d'autres encore.

²Nous tenons ici à clarifier la signification particulière que nous octroierons au terme d'entreprise. Dans le cadre du présent travail nous limiterons notre étude à un type particulier d'entreprise soit celle de nature privée, à but lucratif et dont les actions sont disponibles sur les marchés publics. (Bainbridge, 2002 ; Crêtes et Rousseau, 2002) De même, nous utiliserons indifféremment entreprise, firme et société par actions comme synonyme tout au long de cet ouvrage.

³Afin d'exemplifier cette progression, nous pouvons mentionner que le moteur du recherche du fameux magazine anglais *The Economist* à trouvé 92 références pertinentes au terme « Business ethics » entre janvier 1997 et décembre 2000. On en retrouve presque le double, soit 162, pour la période post-scandale entre janvier 2002 et décembre 2005.

⁴Mentionnons, par exemple, que 150 chefs des plus grandes entreprises canadiennes se disaient en faveur d'un virage vert à l'échelle canadienne. Pour plus d'informations, voir Toupin, G. « Les grandes entreprises plaident pour un virage vert » dans *La Presse* du lundi 1^{er} octobre 2007.

L'investissement socialement responsable

Dans toute cette effervescence, un autre type de discours normatif s'est démarqué de manière importante : celui de l'investissement socialement responsable (ISR). De plus en plus d'investisseurs se sont interrogés tantôt sur la cohérence morale de leurs choix d'investissements, tantôt sur les effets plus directs et indirects de leurs décisions d'affaires auprès de tierces parties. Ces préoccupations ont donné lieu à l'émergence et au foisonnement d'initiatives visant à rendre, théoriquement, plus éthiques ou responsables leurs activités d'investissements⁵.

Or, à quoi fait-on référence exactement lorsque l'on traite d'ISR? Selon l'organisme américain *Social Investment Forum*, l'ISR pourrait se définir de la manière suivante : « *Socially responsible investing (SRI) is an investment process that considers the social and environmental consequences of investments, both positive and negative, within the context of rigorous financial analysis* » (2005 : 2)⁶. L'organisme canadien *Social Investment Organisation* (SIO) définit, quant à lui, l'ISR de la façon suivante : « *socially responsible investment is the integration of environmental, social and governance (ESG) factors in the selection and management of investments* » (2007 : 5)⁷. À la lumière de ces deux définitions, on peut penser que les investisseurs dits socialement responsables se distinguent des

⁵L'investissement socialement responsable est généralement interprété comme la traduction francophone du terme anglais *socially responsible investment* (SRI). Il arrive également que la littérature universitaire fasse état des notions de finance durable, d'investissements éthiques ou de placements moraux. S'agit-il de concepts aux significations bien différentes? Peu d'indices nous le laissent croire. En effet, pour certains, la finance durable est expressément orientée en vertu d'une conception d'une finance axée sur le développement durable (Soppe, 2004 : 213); pour d'autres, les investissements moraux font référence aux valeurs religieuses de la première heure tandis que les investissements éthiques défendraient un contenu normatif plus contemporain et « universel ». Néanmoins, l'usage fait aujourd'hui en sorte qu'il est généralement possible de recouper l'ensemble de ces conceptions sous le vocable de l'investissement socialement responsable (ISR).

⁶Social Investment Forum (SIF) (2006), *2005 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States*. Site internet : <http://www.socialinvest.org/pdf/research/Trends/2005%20Trends%20Report.pdf>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

⁷Social Investment Organization (SIO) (2007), *Canadian Socially Responsible Investment Review 2006*. Site internet : <http://www.socialinvestment.ca/documents/SRIReview.pdf>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

investisseurs dits classiques par l'inclusion de critères sociaux, environnementaux et de bonne gouvernance⁸ dans le cadre de leur analyse financière; bref à inclure des informations reliées aux facteurs dits ESG (environnemental, social et de bonne gouvernance)⁹ dans le cadre d'analyses financières classiques. Dans cet ordre d'idée, une définition telle que celle proposée par le professeur Prakash Sethi, « *SRI as an umbrella concept incorporates varied investment criteria for selecting companies that may be considered acceptable to large groups of investors that consider social and environmental criteria in their investment decisions* », (2005 : 101) rend compte à la fois de la généralité, de la flexibilité du concept, mais peut-être aussi du certain niveau d'ubiquité qui l'accompagne.

À ce titre, le courant de l'ISR témoigne d'une grande diversité tant par le choix des critères éthiques promus que par les moyens mis de l'avant afin de les promouvoir. Par exemple, la plupart des investisseurs américains se disant socialement responsables se contentent d'exclure systématiquement les entreprises œuvrant dans le domaine du tabac et de l'alcool (SIF, 2005 : 8). Pour d'autres, cette approche semble insuffisante. Ils tâcheront plutôt de passer au crible les entreprises au sein desquelles ils souhaitent investir en évaluant une myriade de critères sociaux, environnementaux et de bonne gouvernance afin de déterminer si ces dernières se conforment à leurs exigences éthiques¹⁰. Non seulement les méthodologies utilisées afin d'évaluer ces dites entreprises sont-elles largement différentes, mais les tenants¹¹

⁸Les principes de bonnes gouvernances fiduciaires consistent notamment à privilégier une majorité d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration (CA), de séparer les fonctions de PDG et de président du CA, une exclusivité d'administrateurs indépendants sur les comités du CA (rémunération, vérification et nomination), un contrôle adéquat de la rémunération des dirigeants. (Allaire et Firsirotu, 2005)

⁹Manifestement, l'utilisation de la nomenclature dite ESG est devenue en quelque sorte un standard linguistique au sein des milieux de l'ISR et de la RSE.

¹⁰Par exemple, l'organisme anglais Ethical Investment Research Services (EIRIS) se spécialise dans la recherche d'informations d'ordre sociales et environnementales. En fonction de leurs résultats, ils produisent un index, le FTSE4Good, contenant une sélection d'entreprises qu'ils considèrent socialement responsables.

Ethical Investment Research Services (EIRIS) (2006) *Introduction to EIRIS*. Site internet : <http://www.eiris.org/> consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

¹¹Malheureusement, tel que l'évoque le professeur Sethi : « *the debate on SRI has remained, to date, largely loaded with emotionally laden and ideologically suffused terms.* » (2005 : 100) De fait, on assiste bien souvent à un débat très tranché entre certains acteurs tantôt largement défavorables ou

de l'ISR utilisent également l'information dite ESG par le biais d'une variété de stratégies d'intervention. Ainsi, au sein de la littérature sur l'ISR, on reconnaît habituellement trois types de stratégies. En l'occurrence :

1. *Les filtres d'investissements* sont des dispositifs visant à inclure ou encore à exclure certaines entreprises d'un portefeuille d'investissements en fonction de critères éthiques;
2. *L'actionnariat engagé* consiste en l'utilisation des pouvoirs dédiés aux actionnaires (notamment par les dispositions reliées à l'assemblée annuelle des actionnaires, c'est-à-dire le droit de vote et droit de proposition des actionnaires), afin de promouvoir auprès de l'entreprise certaines positions de nature morale;
3. *L'investissement communautaire* vise à accorder un financement privilégié à la mise en place de certains projets socialement ou encore environnementalement louables qui ne bénéficient pas du soutien de la finance traditionnelle. (Schueth, 2003, 190-191)

Les objectifs de l'ISR

Deux types de prétentions normatives sont habituellement promus de manière tacite ou implicite par les partisans de l'ISR (Schueth, 2003 : 190). Certains investisseurs manifestent des préoccupations d'ordre déontologique en voulant investir seulement dans des entreprises répondant à certaines normes éthiques, ou encore en évitant les projets où les pratiques qui n'y correspondent pas. Dans le cadre de notre travail, nous dénommerons librement cette motivation « l'objectif des mains propres ». Autrement, d'autres investisseurs seront plutôt motivés par des considérations d'ordre plus conséquentialistes. Ces derniers usent principalement des techniques de l'ISR afin de contribuer à l'amélioration des pratiques sociales, environnementales et de bonne gouvernance des entreprises au sein desquelles ils investissent. (Hudson, 2005 : 642) Un objectif que nous traiterons désormais sous le vocable de l'influence positive.

tantôt favorables au concept général de l'ISR. Bien que nous ayons tenté de nous éloigner le plus possible d'une approche aussi manichéenne, il n'en demeure pas moins que la structure des débats liés à cette thématique se présente le plus souvent de manière tranchée, ce qui malgré tout se reflétera dans ce travail.

Sans aucun doute, ces intentions peuvent être considérées comme fort louables et ne semblent pas *a priori* présenter de problèmes philosophiques majeurs. Il semblerait difficile de condamner un individu adoptant la position des mains propres en souhaitant limiter ces investissements aux entreprises correspondant étroitement à ses principes éthiques. Cependant, il serait probablement plus difficile pour un même individu d'avoir une influence positive dans la mesure où les choix d'investissements d'un individu n'ont habituellement qu'un impact très limité sur le comportement des entreprises. En contrepartie, ces problématiques deviennent toutes autres lorsque nous examinons la position des investisseurs institutionnels (Boatright, 1999 : 108).

En tant qu'organismes à même de gérer les avoirs d'un nombre important d'individus, ces institutions d'investissements sont susceptibles d'obtenir un impact plus important sur les activités des sociétés par actions. Or, il ne semble cependant pas aussi évident de déterminer dans quelle mesure ils pourraient légitimement y être autorisés sans nuire au rendement de leurs mandataires. De surcroît, que pourrait bien signifier avoir les « mains propres » dans le domaine de la finance? Est-ce vraiment possible et souhaitable? Dans la mesure où les gestionnaires de ces organisations possèdent des obligations fiduciaires les obligeant à agir dans le meilleur intérêt de leurs mandataires, est-il légitime pour ces derniers de chercher à concourir au bien-être public par l'usage des avoirs d'autres personnes? D'un point de vue social, s'agit-il là d'un objectif réellement souhaitable et réalisable?

Un bref historique de l'ISR

D'un point de vue historique, bien que l'ISR connaisse depuis les scandales de 2001-2002 une popularité sans précédent, il serait faux de croire que le phénomène est aussi récent. Il est habituellement admis que certaines communautés religieuses aient agi tel un fer de lance dans ce domaine en manifestant, dès le XVIIIe siècle, une attention particulière à leurs activités d'investissements :

18th century Quakers refused to participate in the weapons or slave trades, and evangelical Christians declined to own alcohol or tobacco stocks in the

20th century. In 1969, a group of Methodist ministers founded the Pax World Fund, the first mutual fund that held itself out as screening on issues beyond alcohol or tobacco. (Kinder, 2005 : 16)

Or, les activités des organisations religieuses ne se sont pas limitées à l'utilisation de filtres financiers. Une enquête de Proffitt et Spicer démontrait qu'au cours des trente-cinq dernières années, elles s'étaient affichées comme des acteurs importants du courant de l'ISR en tâchant de modifier le comportement de certaines grandes firmes américaines (2006: 166).

Au cours du dernier siècle, l'histoire nord-américaine de l'ISR allait néanmoins demeurer en filigrane des principaux mouvements sociaux concernés par les droits des travailleurs, les droits de la femme ou encore par l'environnement. Ce n'est qu'au courant des années 1980 que l'ISR allait prendre une toute autre dimension avec, comme figure de proue, la fameuse campagne contre l'apartheid en Afrique du Sud :

The ranks of socially concerned investors grew dramatically through the 1980s as millions of people, churches, universities, cities and states focused investment strategies on pressuring the white minority government of South Africa to dismantle the racist system of apartheid. (Schueth, 2003 : 1990)

En fin de compte, il faudra attendre les années 1990 pour que l'ISR connaisse une progression réellement importante sur la scène financière anglo-américaine¹².

Aujourd'hui, près de 10 % des sommes sous gestion aux États-Unis comprennent des dispositifs reliés à l'ISR (SIF, 2005 : iv). Au demeurant, cette période récente est caractérisée par une laïcisation du mouvement de l'ISR et compte également sur une implication de plus en plus sentie des investisseurs institutionnels, notamment des régimes de retraite qui commencent à y jouer un rôle de plus en plus important : « *Public pension funds entered the field of global social issue activism after religious and other activist organizations had already established the legitimacy of the agenda. They played a secondary, albeit important, championing*

¹²Selon le SIF les actifs qui utilisent l'une ou l'autre des techniques propres à l'investissement socialement responsable sont notamment passés de 639 milliards en 1995 à 2323 milliards en 2001 pour une progression de plus de 250 %. (SIF, 2005 : iv)

role » (Proffitt et Spicer, 2006: 166). Si un plus grand nombre de ces investisseurs institutionnels s'intéressent désormais aux pratiques de l'ISR, il n'en demeure pas moins que cette participation suscite un bon nombre de questions normatives importantes quant au design institutionnel de nos structures économiques et au rôle que ces entités, leurs membres et dirigeants, sont appelés à jouer.

Les investisseurs institutionnels

On identifie habituellement, de manière plus ou moins formelle, deux catégories d'investisseurs : les particuliers et les investisseurs institutionnels. Les premiers exercent leur pouvoir d'investissements économiques de manière individuelle et privée. Il s'agit de l'actionnaire entendu de la manière la plus classique qui n'a de comptes à rendre qu'à lui-même. Les seconds sont, comme leur nom l'indique, des institutions dédiées aux activités d'investissements. Ce faisant, ils regroupent le pouvoir financier d'une multitude d'individus et sont habituellement répartis selon trois catégories distinctes¹³:

Les régimes de retraite sont à la fois les investisseurs institutionnels les plus connus et les plus importants en matière d'actifs financiers. Selon la *Loi québécoise sur les régimes complémentaires de retraite*, ces derniers constituent une entente de nature contractuelle entre un employeur et ses employés (LRQ chapitre R-15.1, a. 6 par.1). Par conséquent, les parties impliquées verseront conjointement ou non, en vertu de l'entente qui les unit, des cotisations afin de constituer une caisse de retraite qui servira ultérieurement à fournir des prestations de retraite aux employés de ladite entreprise.

¹³Bien que les banques aient pu, *a priori*, s'inscrire dans la définition que nous avons fournie des investisseurs institutionnels, nous avons délibérément choisi de les exclure de cette définition considérant la spécificité du profil légal et du rôle de ces institutions dans notre régime économique. En vertu de leur rôle plus classique, les banques sont appelées à fournir du financement aux entreprises au moyen de crédits plutôt que de capitaux propres. Cependant, il importe de mentionner que les banques possèdent assez souvent des sociétés de gestion et qu'elles offrent des services de gestion à certains régimes de retraite. À notre sens, ces sociétés entrent dans la catégorie générale des fonds communs de placements. Autrement, certains allouent aux fondations de bienfaisance un statut distinct des autres types d'investisseurs institutionnels. Or, nous prenons ici la liberté de les considérer comme des fonds communs de placements « privés » dotés de missions plus spécifiquement philanthropiques.

Les compagnies d'assurances représentent, elles aussi, des joueurs importants du milieu de l'investissement. Afin d'augmenter leur gain en capitalisation, elles investissent une part des liquidités recueillies auprès de leurs clients afin d'actualiser et de compléter leur calcul actuariel. Or, la nature des investissements qu'elles effectuent au sein des marchés financiers demeure l'apanage de la direction de ces entreprises.

Les fonds communs de placement représentent une catégorie relativement vaste et diversifiée. Ces fonds d'investissements regroupent un grand nombre de petits actionnaires réunis sous la houlette de gestionnaires professionnels. Parfois, une même société de gestion offrira plusieurs fonds communs aux caractéristiques différentes. La sélection des titres choisis par ces fonds dépend, en général, exclusivement du gestionnaire des fonds, lequel propose ou non divers fonds aux produits financiers différenciés et adaptés aux besoins des clients visés.

La responsabilité fiduciaire

Un aspect important à mentionner à l'égard de ces investisseurs institutionnels concerne le fait que ceux-ci sont habituellement gérés par des professionnels¹⁴ embauchés afin de servir l'intérêt de tierces parties. Lesquels souscrivent, la plupart du temps, à une obligation fiduciaire d'agir dans le meilleur intérêt de leurs bénéficiaires¹⁵. La notion de fiduciaire comporte une dimension juridique très importante et est habituellement décrite de la manière suivante :

Personne physique ou morale à laquelle est temporairement transférée la propriété de biens ou de droits, qui constituent une masse séparée dans son patrimoine, a charge pour elle d'agir dans l'intérêt du constituant ou d'autres bénéficiaires ou dans un but déterminé¹⁶.

¹⁴Boatright remarque avec raison que les « professionnels » qui œuvrent au sein des marchés à titre d'intermédiaire constituent habituellement un groupe hétérogène qui peut difficilement être associé de façon formelle aux professions à pratiques réservées tels les médecins, avocats ou ingénieurs : « *finance is not a clearly identifiable occupation or profession.* » (1999 : 4) Pourtant, dans un contexte d'obligations fiduciaires, ces derniers possèdent des obligations morales semblables : « *The main duties of professionals are to perform services with competence and due care, to avoid conflicts of interest, to preserve confidentiality, and uphold the ideals of the professions.* » (1999 : 7)

¹⁵Coalition pour la protection des investisseurs (2006) « *Pour éviter un autre Norbourg... et voir au-delà* » : *Pour une politique nationale d'épargne et d'investissement*. Site internet : <http://www.giref.uqam.ca/coalition.php>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007, p. 6

¹⁶ActuFinance (2006) *Fiduciaire*. Site internet : <http://definition.actufinance.fr/fiduciaire-384/>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

D'un point de vue légal, devenir un fiduciaire entraîne certaines obligations. Les lois canadiennes et québécoises mentionnent que toutes les personnes se trouvant dans une situation de fiduciaires ont la responsabilité légale d'agir avec intégrité, bonne foi, diligence, compétence et prudence tel que le ferait une personne raisonnable en des circonstances semblables dans le meilleur intérêt de leurs « bénéficiaires »¹⁷. La notion de « meilleur intérêt » est habituellement entendue comme la nécessité de veiller au bien-être économique de leurs clients. En conséquence, les gestionnaires et les responsables de tels organismes auraient l'obligation légale d'obtenir le meilleur rendement possible en fonction de leur expertise et de leurs capacités.

Les détracteurs de l'ISR suggèrent habituellement que les pratiques de ce mouvement « alternatif » entrent en conflit avec les exigences fiduciaires auxquelles sont habituellement soumis ces gestionnaires financiers. À leurs yeux, chercher à conserver les mains propres ou encore à influencer positivement les sociétés par actions ne constituerait ni une approche diligente ni compétente et encore moins prudente. Ces objectifs, propres à la sauvegarde du bien-être public, représenteraient plutôt des risques importants, notamment en ce qui concerne la diversification des investissements et l'efficacité générale des procédés d'investissements. Les critiques de l'ISR ne s'arrêtent pas là. Bon nombre d'entre eux argumente également que les dispositifs proposés par l'ISR entreraient même, à différents niveaux, en contradiction avec leurs objectifs d'augmenter le bien-être général de la société. Les promoteurs de l'ISR et de la RSE obnubileraient le fait que l'économie de libre marché contribue « naturellement » et de manière importante au bien-être général des populations. Ainsi, l'octroi d'obligations morales aux acteurs d'institutions complexes et interconnectées ne peut se faire au petit bonheur et dans l'intérêt systématique de chacun sans sérieusement entraver l'efficacité de ces dits systèmes. Inclure des informations extrafinancières dans le cadre des procédés financiers des investisseurs institutionnels pourrait même être socialement plus nuisible au bien-

¹⁷Nous nous inspirons ici des passages de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, L.R.C. (1985), 122, (1), a) et b)) et de la *Loi québécoise sur les régimes complémentaires de retraite* (LRQ chapitre R-15.1, a.151).

être général que maintenir les pratiques actuelles. Ne s'agit-il pas là plutôt du rôle de l'État et des institutions démocratiques que de veiller au bien-être de la société?

Questionnement

La principale question que nous explorerons dans le cadre de ce mémoire consiste à déterminer si les investisseurs institutionnels ont l'obligation morale d'adopter certaines des stratégies propres à l'investissement socialement responsable dans le cadre de leur activité courante? Dans quelle mesure les sociétés par actions, détenues par ces actionnaires institutionnels, devraient-elles reconnaître et assumer des responsabilités de nature sociale ou environnementale? Dans quelle mesure les actionnaires en tant que propriétaires de ces entreprises seraient-ils tenus par les obligations morales des entreprises et vice versa? Au final, les objectifs et les moyens proposés par les tenants de l'ISR sont-ils réellement adéquats au contexte de gouvernance des investisseurs institutionnels?

Hypothèse

Dans le cadre de ce travail, nous soutiendrons l'hypothèse selon laquelle les dirigeants de ces institutions ont effectivement l'obligation d'user des dispositifs propres à l'ISR, voire surtout, dans le contexte d'une relation de gouvernance de type fiduciaire. Nous soutiendrons également que cet exercice doit s'effectuer dans le cadre de limites importantes, déterminées par une analyse raffinée des structures de gouvernance de ces organisations.

Méthodologie

Afin d'aborder avec une certaine circonspection ce vaste chantier, nous avons opté pour la méthode de l'étude de cas. En effet, en restreignant notre champ d'analyse institutionnelle, il nous sera possible de rendre compte avec plus de subtilité des nombreuses contraintes empiriques et légales qui orientent les processus décisionnels des dirigeants d'investisseurs institutionnels. Nous sommes conscients

des limites qui s'appliquent à la transposition de cette analyse, d'une organisation à une autre, néanmoins, nous croyons que l'exercice permet de fournir une base d'analyse qui pourra éventuellement servir à l'examen des obligations morales d'autres décideurs institutionnels. Règle générale, ces derniers comprennent eux aussi des chaînes de gouvernance complexe qu'il importe de comprendre tant dans leur généralité que dans leurs ramifications afin de déterminer de quelle manière se transmettent et s'instaurent les obligations morales.

Nous avons choisi de centrer notre étude de cas autour du contexte de gouvernance des actifs du Régime de retraite de l'Université de Montréal (RRUM). Afin de préciser davantage le spectre de ce travail, nous nous concentrerons exclusivement sur l'analyse des actifs investis sous la forme de capital-actions par le RRUM. De plus, nous restreindrons notre étude à l'analyse de seulement deux des trois pratiques de l'ISR, c'est-à-dire les filtres d'investissements et l'actionnariat engagé, et délaisserons malheureusement l'étude plus pointue des dispositions liées à l'investissement communautaire. Manifestement, ces choix méthodologiques méritent quelques éclaircissements.

Comme nous l'avons signalé, l'étude des problèmes normatifs liés à l'ISR nous est apparue particulièrement pertinente à aborder du point de vue des investisseurs institutionnels, et ce pour de multiples raisons. L'imposant volume d'actifs qu'ils gèrent fait en sorte qu'ils sont devenus les acteurs les plus importants sur des marchés financiers nord-américains. (Monks et Minow, 1996 : 106) La gouvernance de ces entités, axée sur une structure de délégation fiduciaire de pouvoirs est aussi largement caractéristique à l'organisation contemporaine des marchés financiers. En procédant de la sorte, nous pourrions nous interroger sur la manière dont devrait s'opérer l'intégration des considérations éthiques propres à ce type de gouvernance fiduciaire, devenue l'apanage d'un nombre croissant

d'investisseurs¹⁸. Ces organisations canalisent aujourd'hui la plus grande part des épargnes des Québécois et des Canadiens¹⁹. Dans ces conditions, il apparaît d'autant plus intéressant d'examiner le potentiel apport normatif que ces institutions pourraient avoir sur les sociétés par actions tant au niveau national qu'international.

Pourquoi avoir choisi d'examiner avec une plus grande attention les régimes de retraite? Deux raisons ont orienté ce choix. Parmi les investisseurs institutionnels, ce sont eux qui détiennent le plus d'actifs. De plus, leur structure de gouvernance comprend un lien fiduciaire très réglementé qui permet à leurs membres de superviser les activités de leurs gestionnaires, ce qui n'est pas nécessairement le cas pour les autres types d'investisseurs institutionnels.

Le choix d'étudier plus attentivement le RRUM est quant à lui justifié par trois facteurs. Premièrement, le RRUM constitue un régime de retraite d'une envergure moyenne qui ne se situe pas dans la catégorie des mastodontes canadiens de la finance telle la Caisse de dépôt et placement²⁰. Par conséquent, l'envergure

¹⁸ « L'industrie financière a complètement changé depuis 25 ans dans le monde. C'est la plus importante transformation économique de l'histoire avec l'Internet depuis la révolution industrielle et la téléphonie. Et tout cela, en moins d'une génération! D'une industrie largement régulée par le crédit (banques commerciales et compagnies de finance, sociétés de leasing et d'affacturage) à l'orée des années 80, la finance est aujourd'hui dominée par l'activité fiduciaire. Cette activité comprend la gestion d'actifs (tous les organismes de placement collectif comme les caisses de retraite, les fonds mutuels, etc.), l'intermédiation des courtiers en valeurs mobilières et en fonds collectifs, les compagnies d'assurance-vie, les gardiens de valeurs, les conseillers financiers et les fidéicommissaires. »

Coalition pour la protection des investisseurs (2006) « *Pour éviter un autre Norbourg... et voir au-delà* » : *Pour une politique nationale d'épargne et d'investissement*. Site internet : <http://www.giref.uqam.ca/coalition.php>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007, p. 61.

¹⁹ Régie des rentes du Québec (revue Le Satellite Vol. 3, No 3) (2005) L'épargne retraite au Québec et dans le reste du Canada : Site internet : <http://www.rrq.gouv.qc.ca/NR/rdonlyres/6BF22E87-5B6F-4158-B9F8767A4DF9F1DB/0/Satellitevol3No3.pdf>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

²⁰ En comparaison, le rapport annuel 2004-2005 de la Régie des rentes du Québec mentionnait que la Caisse de dépôt et placement du Québec gère un actif de plus de 23 milliards de dollars canadiens. Cette échelle de grandeur et le rapport particulier que cette institution entretient avec le gouvernement du Québec fait en sorte de placer cette institution dans une situation particulière et peu généralisable.

Régie des rentes du Québec (2005) *Rapport annuel de gestion 2004-2005*. Site internet : <http://www.rrq.gouv.qc.ca/NR/rdonlyres/3E6239BC-3483-4C98-9F00-4C440713352F/0/RapportAnnuel2005.pdf>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

moyenne de la caisse de retraite du RRUM (2,25 milliards de dollars canadiens)²¹ fait en sorte qu'un certain nombre des résultats propres à cette étude pourront éventuellement servir à l'analyse d'autres régimes de retraite aux caractéristiques semblables. Deuxièmement, l'Université de Montréal (UdeM) a récemment adopté une Déclaration de principe à l'égard des achats et des placements socialement responsables (Annexe 1). Cette étude s'inscrit donc dans l'actualité des développements institutionnels de l'Université et permettra de faire une analyse critique des forces et des faiblesses des initiatives entreprises par l'institution²². Troisièmement, la proximité de l'objet d'analyse a aussi facilité certaines rencontres formelles et informelles permettant de raffiner notre compréhension des enjeux entourant cette problématique complexe.

Au final, nous avons choisi de limiter notre analyse à l'utilisation des filtres d'investissements et à l'actionnariat engagé, sans nous pencher plus avant sur la pratique de l'investissement communautaire. Deux raisons principales nous incitent à procéder de cette manière. Tout d'abord, l'investissement communautaire demeure encore une pratique relativement marginale dans le contexte de l'investissement socialement responsable. Le SIF mentionnait dans sa plus récente étude que les actifs américains classés dans cette catégorie ne représentaient que 1 % du total des investissements socialement responsables américains (2005 : 1). Au Canada, la proportion de ces actifs serait encore plus basse et représenterait moins de 0,1 % des actifs du domaine (SIO, 2007 : 16)²³. Dans un second temps, l'étude des deux premières stratégies, plus classiques, de l'ISR nous semble complémentaire dans la mesure où elles représentent les stratégies d'*exit* et de *voice* telles qu'elles ont été

²¹Régime de retraite de l'Université de Montréal (RRUM) (2006) *Rapport annuel du Comité de retraite 2005*. Site internet :

<http://www.rrum.umontreal.ca/documents/documents/Rapportannuelcomite2005.pdf>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

²²Le Conseil de l'Université a officiellement adopté en novembre 2003 une Déclaration de principe en matière d'achats et de placements socialement responsables (Annexe 1).

²³Il convient cependant de mentionner que, selon cette étude, le montant avancé par le SIO serait sous-estimé compte tenu des façons de faire différentes au Québec et dans le reste du Canada. Néanmoins, nous maintenons le fait que cette proportion semble largement moins représentative que celle qui est attribuée aux filtres d'investissements et à l'actionnariat engagé.

également développées à l'intérieur d'autres sphères d'intervention normative à caractère économique :

Pour forcer quelque peu le trait, le mode d'action privilégié de l'agent économique en général et du consommateur en particulier en cas d'insatisfaction par rapport à un service ou un produit serait l'exit (« si ce produit ne me convient plus, je ne l'achète plus »). Dans le cas d'un citoyen, par contre, ce serait le mode voice (« si je suis en désaccord par rapport à une politique donnée, il importe que j'en débâte au moyen d'arguments »). (Gosseries, 2005 : 12)

Un parallèle existerait donc entre les stratégies d'influence du citoyen et de l'agent économique. De fait, il s'agit des deux principales stratégies déployées par les tenants de l'ISR dans le rapport spécifique de l'actionnaire à la société par actions contemporaine, ce qui nous a semblé au demeurant un domaine d'investigation largement suffisant dans le cadre d'un mémoire.

Plan

Afin d'effectuer une analyse philosophique satisfaisante de ces enjeux normatifs, nous procéderons en trois temps. Dans un premier temps, nous effectuerons un bref survol des principales critiques entourant la notion de responsabilité sociale (et environnementale) des entreprises. Ce faisant, nous tâcherons de déterminer dans quelle mesure les entreprises et leurs dirigeants auraient certaines responsabilités d'ordre moral à l'égard de leurs différentes parties prenantes²⁴. Rappelons qu'il s'agit là d'une étape cruciale à la compréhension du rôle que sont appelés à jouer les actionnaires au sein de nos sociétés contemporaines. Dans un deuxième temps, nous examinerons avec plus d'acuité la nature du lien qui unit les actionnaires, et plus précisément le RRUM, aux sociétés par actions dans lesquelles ils investissent, tout en tâchant de clarifier les implications morales propres à cette relation. Une étape d'autant plus nécessaire qu'une large part de la littérature universitaire abordant le lien entre actionnaires et gestionnaires

²⁴Depuis la parution du fameux *Strategic Management : A Stakeholder approach* d'Edward Freeman en 1984, le terme de partie prenante (*stakeholder*) est devenu part intégrante du domaine de l'éthique des affaires et est habituellement utilisé pour désigner l'ensemble des individus ou groupes d'individus en lien avec une entreprise donnée. Nous clarifierons la définition et les enjeux autour de ce concept au cours du chapitre suivant.

d'entreprises tend à souligner l'importance de la disjonction entre contrôle et propriété des sociétés par actions. Dans un troisième temps, nous examinerons avec plus de précision les principales critiques allant à l'encontre des filtres d'investissements et des stratégies de l'actionnariat engagé. Autant du point de vue du principe que des conséquences, il n'est pas évident que ces propositions normatives atteignent leurs objectifs ou encore qu'elles puissent adéquatement s'imbriquer avec les obligations légales particulières au RRUM et à ses gestionnaires. Finalement, nous concluons cet essai par un réexamen de notre hypothèse de recherche et tâcherons de déterminer dans quelle mesure le RRUM devrait ou non adopter les stratégies normatives propres à l'ISR.

Chapitre 1

Responsabilité sociale et gouvernance d'entreprise

Corporate social responsibility became a rallying cry for diverse groups demanding change in American business. In the last two decades of the twentieth century, corporations generally recognized a responsibility to society, but that responsibility was weighed against the demands of being competitive in a rapidly changing global economy.

Boatright, 2003

Depuis peu, les grandes entreprises se voient confrontées à une problématique de plus en plus commune : celle de leurs responsabilités sociales et environnementales (Henderson : 2001)²⁵. Responsabilités qui, tel que le mentionne Boatright, peuvent parfois entrer en conflit avec certains objectifs de rentabilité des sociétés par actions, à court ou à moyen terme. Or, lorsqu'une entreprise et ses dirigeants font face à un tel dilemme, quels types d'intérêts devraient avoir préséance : les intérêts collectifs (socio-environnementaux) ou encore les intérêts privés (économiques) de l'entreprise? Présentée de manière schématique, cette tension se manifeste usuellement entre ceux qui, d'une part, arguent que les seules vraies responsabilités des entreprises sont d'ordre économique et légal, et ceux qui, d'autre part, soutiennent que les entreprises possèdent d'importantes responsabilités de nature morale, sociale et environnementale.

Selon cet ordre d'idée, l'histoire récente du concept de la responsabilité sociale (et environnementale) des entreprises (RSE), fut certainement marquée par la fameuse critique de Milton Friedman²⁶ *The social responsibility of business is to*

²⁵En France on utilise beaucoup le terme de « responsabilité sociétale des entreprises » afin de souligner la différence entre les revendications de nature sociale et environnementale dont les firmes font l'objet. Nous ne nous attarderons pas plus longuement à cette distinction puisque nous considérons qu'au sein de la littérature universitaire anglo-américaine et québécoise sur le sujet, le terme de « responsabilité sociale des entreprises » comprend *de facto* cette dimension environnementale.

²⁶En réalité, le débat concernant les responsabilités sociales que devraient respecter les entreprises est bien antérieur aux écrits de Friedman. Déjà, au courant des années 1930, un échange important avait eu lieu entre Dodds et Bearles au sein de la revue *Harvard Business review*. Certains auteurs rapportent également que ce genre de débats a accompagné l'entreprise depuis sa création (Bakan, 2004 : 14; Paine, 2003 : 83) Selon Henderson, certaines raisons font en sorte qu'il appert

*increase its profits*²⁷. Un texte au sein duquel l'économiste arguait notamment que les entreprises, et leurs gestionnaires, devaient essentiellement se concentrer sur la défense de l'intérêt de leurs actionnaires par la création de profits :

There is one and only one social responsibility of business—to use its resources and engage in activities designed to increase its profits so long as it stays within the rules of the game, which is to say, engages in open and free competition without deception or fraud. (Friedman, 1970)

Largement débattu, ce texte servi, entre autres, de figure d'opposition aux nombreux promoteurs d'une conception plus substantielle des obligations auxquelles devraient être soumises les entreprises et, à l'opposé, de référence obligée pour les tenants d'une conception plus modeste et minimaliste des responsabilités des entreprises.

Une nuance importante

Bien que la position de Friedman ait été utilisée le plus souvent aux fins de promouvoir une conception minimale des obligations morales imputables aux entreprises, ce dernier reconnaît au terme de sa critique que les entreprises et leurs gestionnaires se doivent de respecter un certain nombre de contraintes morales :

There is one and only one social responsibility of business is to conduct the business to use its resources and engage in activities to make as much money as possible while conforming to the basic rules of the society, both those embodied in law and those embodied in ethical custom. (Friedman, 1970)

Cet extrait soulève une nuance fondamentale par rapport à l'interprétation radicale généralement faite de la thèse de Friedman. Non seulement Friedman admet-il l'importance du contexte légal dans lequel évolue la société par actions, mais il admet également l'importance de se conformer aux pratiques éthiques d'une société donnée. Malheureusement, le contenu normatif des pratiques éthiques mentionnées par l'économiste demeure vague et laisse entrevoir une perspective pour le moins

extrêmement important de considérer les arguments récemment déployés en ce qui concerne la RSE. Premièrement, l'intensité du débat et la nature des nouveaux appuis corporatifs et gouvernementaux reçus par cette « doctrine » alimente les discussions normatives dans le domaine des affaires. Deuxièmement, ce concept est envisagé de manière de plus en plus sérieuse par un nombre croissant d'universitaires issus de disciplines extrêmement diversifiées. Troisièmement, parce que la RSE comme courant de pensée se serait également radicalisée il remet en question certains des principes de base permettant à l'entreprise d'être aussi efficace. (Henderson, 2001 : 6-7).

²⁷Paru pour la première fois au sein du *New York Times magazine* le 13 septembre 1970.

minimaliste. Bien que Friedman reconnaisse que les gestionnaires puissent avoir à respecter les coutumes éthiques d'une région donnée, ce dernier prescrit aux entreprises et à leur gestionnaires de veiller essentiellement au meilleur intérêt de leurs actionnaires et non de défendre l'intérêt de tout un chacun.

Un fil directeur

Afin d'appuyer sa thèse, Friedman mobilise trois types de critique liées à l'attribution de responsabilités morales aux entreprises. Dans un premier temps, il critique, d'un point de vue métaéthique, la possibilité même d'octroyer des responsabilités morales à un organisme telle une entreprise. En second lieu, il énonce les difficultés de principe que pose une interprétation forte de la RSE en ce qui a trait à la gouvernance des sociétés par actions. Finalement, il s'attarde à détailler les conséquences socialement négatives que pourrait entraîner une application répandue des pratiques associées à la RSE.

Dans la mesure où nous tâcherons de clarifier la nature des obligations morales auxquelles devraient, ou non, souscrire les entreprises dans le contexte des débats entourant la RSE, nous examinerons successivement chacune de ces trois thématiques. Puisque les arguments de Friedman sur la RSE sont évoqués de façon extrêmement synthétique dans son article, nous utiliserons cet apport comme une manière de présenter quelque uns des plus importants débats ayant actuellement cours dans le domaine de l'éthique des affaires.

Un rapport aux investisseurs institutionnels

Bien que ces thèmes semblent être essentiellement tournés vers les enjeux concernant la RSE, il n'en demeure pas moins qu'ils ont des échos extrêmement important sur les thèses de nature normative entourant la notion d'ISR. En ce sens, les conclusions d'une étude des questions métaéthiques relatives à l'attribution de responsabilités aux entreprises peuvent être transposées à une institution tel le RRUM. Une compréhension plus fine des tenants et aboutissants entourant l'octroie

d'obligations morales à une organisation et à ses dirigeants dans un contexte économique-institutionnel complexe fournit des applications intéressantes au débat que nous souhaitons entamer sur l'ISR. Finalement, l'étude de la validité des arguments entourant les conséquences économiques que pourraient avoir l'introduction de nouvelles obligations morales dans le contexte des affaires procèdent du même intérêt. Par la nature même de leurs activités, les investisseurs institutionnels sont continuellement en relation avec des sociétés par actions dont dépendent leurs profitabilités. La responsabilité des investisseurs institutionnels ne saurait être adéquatement entendue sans avoir, au préalable, attentivement examinée celle des firmes bénéficiant de leurs investissements.

1.1 La responsabilité morale : une affaire d'individus?

L'une des premières attaques à laquelle le concept de RSE prête le flanc concerne l'idée même d'attribuer des responsabilités de nature morale à des organismes telles les entreprises. En tant que « personne morale »²⁸ fictive et apparemment dépourvue de capacités cognitives, comment pourrait-on réellement leur attribuer des responsabilités d'ordre moral? Friedman critique ouvertement les tenants de la RSE pour leur manque de rigueur analytique et déclare :

What does it mean to say that "business" has responsibilities? Only people can have responsibilities. A corporation is an artificial person and in this sense may have artificial responsibilities, but "business" as a whole cannot be said to have responsibilities, even in this vague sense. (1970)

Même évoquée avec un certain sarcasme, cette critique rapide et efficace de la notion de responsabilité peut trouver quelques fondements importants du côté de la philosophie morale. Selon Aristote, un agent moral se doit de répondre à un certain nombre de caractéristiques afin de pouvoir être tenu et désigné comme moralement responsable d'une action. Parmi les conditions qu'il énonce, une personne ne peut être tenue responsable d'une action que dans la mesure où son geste est effectué de manière libre et en pleine connaissance de cause. (EN 1109b 30-35)

Du point de vue de la philosophie morale, la capacité d'agir librement renvoie généralement au problème de définir ce qui constitue une personne moralement autonome. Chez Rawls pour qu'un agent puisse être considéré comme moralement autonome il doit aussi posséder les capacités cognitives nécessaires à la délibération rationnelle et raisonnable sur différentes conceptions de la vie bonne (2004 : 39-41). Une personne morale doit ainsi être outillée de capacités réflexives lui permettant de discerner entre de bonnes et de mauvaises actions. Intuitivement, il s'agit là de caractéristiques qui, dans le contexte des théories de la responsabilité morale, désignent en premier lieu des êtres humains et non pas des organismes telle une

²⁸ Dans les cadres juridiques canadien et québécois, on désigne habituellement les entreprises comme des « personnes morales » tandis que le terme de corporation a été abandonné du vocabulaire juridique. (Crêtes et Rousseau, 2003 : XXIII)

société par actions ou un régime de retraite. Force est d'admettre que l'idée d'imputer certaines responsabilités morales à une entreprise pose problème dans la mesure où cette entité fictive ne posséderait pas, *per se*, de capacités cognitives comparables à celles évoquées par Rawls.

D'emblée, la question qu'il convient d'examiner dans un contexte institutionnel, consiste à déterminer si on peut réduire l'analyse de la responsabilité morale à des dynamiques individuelles ou bien si certains types d'entités collectives peuvent être dotés d'un statut ontologiquement distinct et suffisamment défini afin de pouvoir être considérées porteuses de telles responsabilités. Pour le philosophe américain Peter French, cette distinction existe. En ce sens, une part importante de son projet philosophique consiste à démontrer qu'il serait possible et pertinent d'octroyer des responsabilités morales à certains types d'organisations collectives.

Collectivités agrégées et conglomérat

Afin de réaliser cette démonstration, French commence par établir une distinction claire entre deux types de collectivités : les agrégats et les conglomérats. Un agrégat peut être défini comme tout rassemblement, plus ou moins fortuit, d'individus donnés, dans un espace-temps donné. L'auteur fournit l'exemple de la foule d'un saloon lors d'une certaine soirée d'hiver au XIXe siècle. Pour lui, une telle foule pourrait être causalement tenue responsable du lynchage d'un individu, sans pour autant (en tant qu'entité) être tenue moralement responsable (1984 : 10). L'existence d'une collectivité agrégée n'aurait pas préséance sur les individus qui la composent. Inversement, cet agrégat collectif et contingent existe en raison de la présence ponctuelle des individus qui le composent. S'il s'y soustrait ou bien s'il s'y ajoute un nouvel individu, nous aurions dès lors affaire à un nouvel agrégat collectif. En ces circonstances, la responsabilité morale d'avoir lynché un pauvre bougre serait individuellement imputable à chacun des membres du groupe y ayant participé – ou encore qui ne s'y serait pas opposé de façon suffisamment convaincante –, mais non pas à l'agrégat en tant que tel.

Le conglomérat présente, pour French, des caractéristiques très différentes. Cet autre type d'organisme serait doté d'un statut ontologique ayant préséance sur les individus qui la composent. (1984 : 27) Au sens de French, si on examine une firme telle que Bombardier ou encore un régime de retraite tel que le RRUM, l'entité qu'elle représente possède un statut ontologique distinct des individus qui la composent. Celle-ci demeure et survit aux changements d'employés, d'actionnaires ou même de président-directeur général (PDG). Elle posséderait une structure autonome qui la distingue, dans le temps, des individus qui la forment²⁹. Cependant, l'originalité de la thèse de French repose sur le fait que ce dernier stipule que les entreprises seraient même dotées, par un procédé de facultés cognitives interposées, de l'intentionnalité nécessaire à l'octroi de responsabilités morales. Aux dires de l'auteur, cette intentionnalité émergerait de la structure décisionnelle interne du conglomérat : « *Corporate agency resides in the possibility of CID [Corporate Internal Decision] structure licensed redescription of events as corporate intentional* ». (1984 : 47) Ce dispositif décisionnel interne comporterait ordinairement trois types d'éléments : une charte organisationnelle, des politiques d'orientation générale et des règles procédurales. (1984 : 48) Pour French, l'ensemble de ces structures décisionnelles représenterait l'intentionnalité globale du conglomérat. Les capacités cognitives et morales des individus chargés de produire et d'incarner ces chartes politiques et ces règles permettraient, toujours selon French, de conférer au conglomérat les préalables de la responsabilité morale. Denis Arnold ajoutait en appui à French : « *Corporation intention are states of affairs consisting of both the intersecting attitudes of the class of agents comprising the corporation and the internal decision structure of the organisation* ». (2006 : 291) French tente ainsi de défendre une conception de l'entreprise comme étant susceptible de responsabilités, tant d'un point de vue juridique et moral que métaphysique. (1979 : 133)

²⁹ Parmi les six caractéristiques fondamentales de l'entreprise selon Bainbridge, on dénote la durée indéfinie de ce type d'organisation. (2002 : 2)

Une critique des positions de French

Par une réponse à French intitulée *Why corporation are not responsible*, Manuel Vélasquez critique l'idée de vouloir attribuer des responsabilités à des entités collectives telles que des firmes. En se fondant à la fois sur une conception légale et morale de la notion de responsabilité, Vélasquez mentionne qu'un agent, afin d'être éventuellement reconnu comme moralement responsable, requiert non seulement les capacités cognitives lui permettant d'avoir l'intention d'effectuer telle ou telle action susceptible de louange ou de blâme, mais également que ce dernier soit l'agent actif de ladite action. (1983 : 114) L'une des principales critiques de Vélasquez consiste à démontrer que l'entité abstraite qu'est la société par actions ne peut simultanément répondre à ces deux conditions :

The intentions French attributes to corporations, then, do not mark out corporate acts as intentional because the intentions are attributed to one entity (the corporation) whereas the acts are carried out by another entity (the corporate members). (1983: 120)

Même si ce dernier accorde à French qu'il pourrait y avoir, par le biais des structures décisionnelles de l'entreprise, une certaine forme d'intentionnalité, il n'en demeure pas moins que les actes de l'entreprise sont posés par des individus et non par l'entité abstraite qu'elle représente. Conséquemment, seuls les individus pourraient ultimement être considérés comme les porteurs de responsabilités morales, non pas les institutions. Bien que les arguments de Vélasquez semblent fournir une sérieuse critique de la RSE, deux pistes nous permettent de douter de la conclusion selon laquelle l'entreprise, en tant qu'entité, ne pourrait pas être apte à la responsabilité morale.

Il est généralement admis que, dans un processus de délégation de tâches, il puisse exister une responsabilité partagée entre celui qui délègue une tâche et celui qui l'exécute. En l'occurrence, l'exemple du tueur à gages rend bien compte de cette réalité. Une fois l'homicide commis par un tel professionnel, il est difficile de ne pas le considérer moralement et causalement responsable de son geste. Néanmoins, il est tout aussi difficile de ne pas considérer l'instigateur d'une telle besogne comme causalement et moralement responsable également. La différence entre ces deux

types d'activités est flagrante (trucider ou le commander), mais sans nul doute les deux agents moraux partagent la responsabilité morale et l'odieux de ce geste. De même, il pourrait être plausible d'envisager, d'un point de vue moral, d'attribuer des responsabilités de façon mutuellement partagées entre des employés et une entité telle une entreprise.

Une autre piste de réponse aux préoccupations de Vélasquez peut également être abordée sous l'angle du débat entre déterminisme scientifique et autonomie individuelle³⁰. D'un point de vue socio-psychosociologie, il pourrait effectivement être intéressant de mesurer l'impact de certains règlements et de certaines politiques organisationnelles sur les agissements moraux des individus. Dans cet ordre d'idée, le philosophe Joseph Heath mentionnait de nombreuses études qui démontraient effectivement que l'environnement dans lequel évoluent des individus est à même d'influencer leurs choix moraux :

To act morally is in fact highly situational, and that individuals rely to an exceptional degree upon social cues in their immediate environment in order to determine what to do. Thus it would be no surprise to discover that a social environment in which the dominant assumption is that "it's every man for himself," is one that would not only encourage unethical behavior, but could become positively criminogenic. (2007 : 24)

Selon ce dernier, les capacités morales des individus reposent essentiellement sur leur caractère, lequel serait largement influencé par des facteurs contextuels et sociologiques. Incidemment, les dispositifs décisionnels internes d'une entreprise influenceraient le comportement des agents moraux y œuvrant. Néanmoins, adopter une telle position ne signifie pas pour autant que l'on souscrive à une conception strictement déterministe pour autant. Différentes positions philosophiques *compatibilistes* ont été développées afin d'examiner de quelle manière les notions de

³⁰ Pour une revue générale de la littérature sur ces enjeux, consulter May Larry et Stacey Hoffaman (dir). 1995. *Collective responsibility: Five Debate in Theoretical and Applied Ethics*, Maryland : Rowman & Littlefield Publisher Inc.; Kuper, Andrew (dir). 2005. *Global Responsibilities: who must deliver on Human Rights?*, New York Routledge; Neuberg, Marc. 2004. « Responsabilité » dans Canto-Sperber, Monique (dir), 2004. *Dictionnaire d'éthique et de philosophie morale*, Paris : Quadrige; Stanford Encyclopedia of Philosophy (2004) *Moral Responsibility* par Eshleman A. Site internet : <http://plato.stanford.edu/entries/moral-responsibility/>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

déterminisme causal et celles de responsabilités morales peuvent cohabiter³¹. Par conséquent, il semblerait légitime de pouvoir envisager la firme comme elle-même titulaire de responsabilités morales.

Une critique politique

Au-delà des importants et intéressants débats que pourrait susciter la notion de responsabilité de l'entreprise de ce point de vue métaéthique, il est intéressant de remarquer que Vélasquez soulève d'autres problèmes politiques liés au fait de vouloir attribuer des responsabilités à des institutions plutôt qu'à des individus. Ce dernier rappelle que, d'un point vu social, le concept de responsabilité comprend habituellement une dimension politico-sociale associée aux notions de louange et de blâme. (EN 1109b 30-35) En ce sens, deux types d'approche sont habituellement mis de l'avant lorsque vient le moment de fournir une interprétation des motivations normatives liées à la notion de responsabilité morale : une conception d'ordre déontologique fondée sur le mérite et une autre de nature plus conséquentialiste fondée sur un rapport de causalité. (Eshleman, 2004) D'un point de vue conséquentialiste, Vélasquez critique French en postulant que de tenter d'influencer une entreprise en lui attribuant des responsabilités morales demeure relativement inefficace. Selon lui, on obtiendrait un effet normatif plus percutant en attribuant des responsabilités directement aux individus et non de manière floue et indistincte à des firmes : « *Instead of pointing our blame and aiming our punishment at the people who carried out the actions that produced these wrongs, we will do nothing but futilely wave our hands before the corporate veil.* ». (Vélasquez, 1983 : 128) L'effet dissuasif habituellement recherché par le moyen d'un châtimeut ou du blâme n'aurait ainsi qu'une portée limitée comparativement au résultat obtenu en ciblant un ou des individus.

³¹Stanford Encyclopedia of Philosophy (2004) *Moral Responsibility* par Eshleman A. Site internet : <http://plato.stanford.edu/entries/moral-responsibility/>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

D'un autre côté, si nous adoptons une conception de la responsabilité plutôt fondée sur le mérite, il pourrait nous sembler injuste de blâmer une entreprise dans son entièreté. Le cas échéant, nous punirions de façon directe et indirecte l'ensemble des personnes reliées à l'entreprise et non les réels répondants de l'action jugée répréhensible. Ainsi, vouloir faire de l'entreprise un objet susceptible de responsabilité équivaut également, dans une certaine mesure, à protéger des sanctions les individus ayant commis des actions condamnables.

Quelques précisions

À différents égards, les préoccupations de Vélasquez n'apparaissent certainement pas sans fondement et il en découle le fait que de penser de manière cohérente la responsabilité des entreprises impliquerait également un moyen de pouvoir distinguer les notions de responsabilités individuelles et les responsabilités d'entreprises. French reconnaît que les actes susceptibles de responsabilités morales sont généralement le fruit d'activités humaines et suggère en ce sens un moyen de pouvoir distinguer les gestes posés pouvant tantôt être attribués au conglomérat ou tantôt aux individus :

If the act is genuinely the result of individual actions taken by the appropriate people in accord with the established procedures in the company, then the culprit will truly be said to be the corporation, and it will be the corporation not because the CEO says it is, but because the criteria for the incorporation of individual actions have been satisfied. (French, 1984: 55)

Tant que les actions posées à l'intérieur d'une firme le sont de manière conforme aux rôles et aux procédures décisionnelles (c.-à-d. à la culture) de l'entreprise, ces gestes peuvent lui être attribuables. Autrement, dans la mesure où un employé ne respecterait pas l'esprit de la charte, des politiques ou des procédures d'une entreprise, ces activités relèveraient alors de sa responsabilité individuelle et le conglomérat ne pourrait pas en être tenu responsable. Ce procédé permettrait ainsi de distinguer à partir de quel moment il pourrait être approprié de cibler plus directement certains employés à l'origine de fautes morales, ou encore de constater si elles sont plutôt le fruit des structures décisionnelles internes de l'entreprise. Incidemment, les critiques de Vélasquez peuvent être tempérées dans la mesure où

l'octroi de responsabilités aux entreprises n'empêcherait pas *de facto* de blâmer ou même de louer efficacement et au mérite les gestes posés par des individus au sein de l'entreprise.

Remarques finales sur la notion de responsabilité d'entreprise

À la suite de l'examen des thèses de French, nous croyons qu'il pourrait être adéquat de considérer, selon les circonstances, les entreprises comme titulaires de certaines responsabilités morales. D'un point de vue juridique, les entreprises sont souvent reconnues comme détentrices de responsabilités sans que leurs dirigeants n'en subissent les conséquences³². En contrepartie, nous avons signalé le fait que de reconnaître certaines responsabilités morales aux entreprises n'annihile pas systématiquement celles attribuables aux individus y œuvrant. Nous croyons, à l'image de Rodin, que l'examen des responsabilités morales propres à l'entreprise permet également de fonder certaines obligations morales pour les employés et dirigeants de ces mêmes entreprises :

What I mean by this is that we want to explain, not simply how particular persons may have moral obligations while operating in a business context, but how corporations themselves may be subject to moral obligations; obligations which in turn may serve as the ground for obligations of particular persons such as managers, employees or board members. The idea of corporate moral responsibility is an important part of our pre-theoretical understanding of business ethics. We often say, for example, that the fact that a corporation ought, or ought not, to do something is the reason why a manager ought to behave in a particular way. (Rodin, 2005 : 163)

Il suffit de se rappeler le procès et la condamnation des dirigeants d'Enron pour constater que ce genre de distinction est possible du point de vue la loi³³. Elle impute

³²À titre d'exemple, le 31 juillet 2007, Alcan a été condamné par la Commission des légions professionnelles à indemniser les familles de travailleurs décédés des suites d'un cancer des poumons directement lié à l'exercice de leur travail dans un milieu non sécuritaire. En ces circonstances, ce ne sont pas les dirigeants de l'entreprise ou encore les responsables de la sécurité qui dédommagent les familles, mais bien les fonds de l'entreprise elle-même.

Le quotidien. 2007. « Alcan indemniser les familles des travailleurs décédés » paru dans *La Presse* du 31 août

³³En effet, même si la société par actions se veut être une personne morale susceptible de condamnations aux yeux de la loi *Le Figaro* du 29 mai 2006 nous rappelle, en traitant du cas Enron que « Les patrons coupables des principales fraudes découvertes en 2002 ont tous été condamnés à de lourdes peines de prison. » Dugua P.-Y. 2006. « Affaire Enron, les leçons d'un verdict exemplaire » dans *Le Figaro*, 29 mai

aux dirigeants, de facto, un niveau de responsabilité morale plus élevé, car ils sont plus à même d'avoir un impact significatif sur les dispositifs décisionnels internes de leur entreprise. Considérant cette influence des dirigeants d'entreprise sur les mécanismes décisionnels internes, nous sommes d'avis que l'étude de leurs responsabilités individuelles doit demeurer l'une des thématiques privilégiées de l'éthique des affaires. Néanmoins, examiner avec un peu plus de précision le contexte de la gouvernance des sociétés par actions et l'idée de leur octroyer des responsabilités organisationnelles appert également un passage obligé de l'étude des problématiques éthiques dans le domaine des affaires. Suivant Rodin, il nous appert que cette étude permettra de clarifier et de fonder les responsabilités morales imputables aux individus.

1.2 Gouvernance d'entreprise et théorie des parties prenantes

Dans la première section de ce chapitre nous avons tenté de démontrer que les entreprises et, *a fortiori* leurs dirigeants, pouvaient théoriquement être considérées comme titulaires d'obligations d'ordre moral d'un point de vue métaéthique. Dans la présente section, nous examinerons avec plus de précision le design de gouvernance nord-américain des sociétés par actions au centre de ce que French appelait le processus interne de décision des entreprises. Nous évaluerons plus précisément dans quelle mesure il semblerait adéquat d'exiger des entreprises, et plus particulièrement de leurs dirigeants, de reconnaître des obligations morales envers les différentes parties qui entourent les entreprises. Nous tâcherons, dans un premier temps, d'éclaircir les structures de gouvernance propres aux sociétés par actions nord-américaines à l'aide des outils fournis par la théorie économique du droit. Pour ce faire, nous étudierons les fondements relatifs à l'octroi de responsabilités fiduciaires des gestionnaires d'entreprise envers leurs seuls actionnaires. Dans un deuxième temps, nous explorerons les enjeux entourant la théorie normative des parties prenantes qui prescrit aux gestionnaires d'entreprises de veiller au meilleur intérêt de l'ensemble de leurs parties prenantes, l'une des théories les plus discutée dans le milieu de l'éthique des affaires. Finalement, nous tâcherons d'extraire de cette critique les constats les plus utiles à l'examen de la RSE.

1.2.1 Théorie économique du droit et gouvernance des sociétés par actions

Corporate governance deals with the way in which corporations make decisions.
Hansell, 2003

Comme le mentionne Hansell, l'étude des mécanismes de gouvernance fait référence aux procédures décisionnelles d'une entreprise. Un moyen efficace de préciser l'objet de notre analyse consiste à en examiner plus minutieusement le contexte des théories légales entourant l'entreprise. Selon cet ordre d'idée, l'analyse économique du droit « qui consiste à appliquer des éléments de la théorie micro-

économique permettant de prédire et d'expliquer les effets d'une règle de droit sur le comportement des personnes et pour évaluer le système juridique d'un point de vue normatif. » (Crête et Rousseau, 2002 : 4) est intéressant puisque de plus en plus présent dans l'application et la compréhension du droit des affaires anglo-américain. Ce type d'analyse nous semble d'autant plus pertinent qu'il combine plusieurs disciplines aux impacts normatifs sur le comportement des agents moraux œuvrant autour de l'entreprise. À cet égard, l'un des théoriques les plus utilisés afin de bien saisir la structure des relations d'une entreprise demeure sans nul doute la théorie du nexus de contrat.

La théorie du nexus de contrat

Aujourd'hui perçue comme l'une des théories dominantes au sein du monde des affaires, la théorie du nexus de contrat de Jensen et Meckling poursuit le travail amorcé par Coase, Alchian et Demsetz qui tâchent d'expliquer la raison d'être de la firme (Rousseau, 2007a : 8). Dans le cadre de cette perspective théorique, le propre de l'entreprise, et plus particulièrement de ses gestionnaires, serait de coordonner, par le moyen d'interactions marchandes et contractuelles, les activités productives d'une multitude des parties prenantes :

Cette vision de la firme se fonde, en outre, sur la supposition selon laquelle, dans un marché, tous les individus qui ont des actifs économiques (les employés ont leurs talents, les fournisseurs leurs matières premières, les consommateurs et les investisseurs leur argent, et ainsi de suite) veulent échanger afin d'obtenir un meilleur rendement. Or, le meilleur rendement s'obtiendra bien souvent en combinant les actifs individuels au sein d'une production commune. (Boatright, 2006 : 45-46)

Dans le cadre de cette théorie, la firme ne serait, en réalité, qu'un point focal en interaction économique avec divers fournisseurs. Au cœur de ce point focal, de ce nexus, se trouveraient les hauts gestionnaires de l'entreprise à qui incomberaient le mandat de concilier les intérêts de tous et de chacun. Dans ce modèle, les contrats qui se forment au sein de l'entreprise établissent les modalités par lesquelles les ressources, les talents et les revenus se voient répartis.³⁴ « Le marché est un

³⁴FAMA, E. 1980. « Agency Problems and the Theory of the Firm », dans le *Journal of Political*

mécanisme de coordination des activités économiques fondé sur l'échange et le contrat ». (Rousseau, 2007a : 4) Les actionnaires, au sein de ce modèle théorique de la société par actions, agiraient essentiellement en tant que pourvoyeurs de capitaux, en assumant les risques de pertes (et de profits). Ces derniers posséderaient un rôle de supervision primordial à l'égard de la direction de l'entreprise au moyen de différents dispositifs de contrôle formels. Dans le contexte de l'analyse économique du droit, qu'est-ce qui justifierait un tel privilège aux actionnaires plutôt qu'aux autres types de parties prenantes qui entourent la société par actions?

Hansmann et la firme comme modèle organisationnel contingent

Inspiré par le courant de l'analyse économique du droit, l'influent juriste américain Henry Hansmann développera une conception de la propriété des organismes économiques s'inspirant de la théorie du nexus de contrat. Pour Hansmann, la notion de propriété comprend essentiellement deux types de droits : le droit au contrôle formel et le droit aux profits résiduels qu'elle génère (1996 : 11)³⁵. Étrangement, l'auteur n'octroie pas de statut privilégié à la société par actions. Dans son analyse, elle ne représenterait qu'un des types de structure légale ordonnant les organismes à caractère économique. La société par actions ne serait qu'un type de coopérative d'actionnaires, comme il pourrait également y avoir des coopératives de consommateurs, d'employés, voire de fournisseurs. La structure particulière de son droit ne constituerait qu'une forme de préarrangement contractuel fournit par l'État. La firme aurait ainsi reçu une attention particulière en raison de sa fréquence. « *It is appropriate to have separate business corporation statutes simply because it is convenient to have a form that is customized for the most common type of cooperative* » (1996, 17). Par là, Hansmann rappelle la nature contingente et

Economy, No 88

³⁵Comme nous le verrons ultérieurement, Hansmann n'est certainement pas étranger à la thèse de Bearles et Means (1932) selon laquelle le contrôle et la propriété des grandes sociétés par actions sont désormais devenus l'apanage de deux groupes distincts (les gestionnaires et les actionnaires). Au sein de la conception théorique de Hansmann, les gestionnaires détiendraient le contrôle effectif d'une société par actions, tandis que ses actionnaires en auraient le contrôle formel (1996, 11).

tacitement contrefactuelle de la société par actions. L'auteur considère qu'il existe beaucoup d'autres modèles d'institutions économiques permettant à des parties prenantes, autres que les bailleurs de fonds, d'en être les propriétaires. Parmi celles-ci, on compte l'entreprise privée, la coopérative d'employés, la coopérative de consommateurs, etc.

Afin d'expliquer en quoi un modèle de propriété plutôt qu'un autre serait plus légitime, Hansmann examine les circonstances prédisposant certaines parties prenantes à en être les propriétaires. Il procède à une analyse des coûts et des bénéfices propres à deux différents types de relations qu'il identifie au sein du nexus de contrat : les relations contractuelles et les relations de propriété. (1996 : 19) Hansmann stipule ainsi que « *cost will be minimized if ownership is assigned to the class of patrons for whom the problems of market contracting – that is, the costs of market imperfections - are the most severe* ». (1996 : 21) Les coûts de transactions sont habituellement entendus comme les coûts liés aux défaillances du marché (limite de concurrence, asymétrie d'informations, etc.) tandis que les coûts de propriétés représentent les frais associés au contrôle et à la supervision des gestionnaires ainsi qu'aux prises de décisions collectives. (1996, 24-34) Au final, l'octroi du contrôle formel aux actionnaires reposerait sur leur vulnérabilité face aux coûts engendrés par les défaillances du marché comparativement à celle des autres parties prenantes ; une vulnérabilité qui représenterait pour les actionnaires des coûts théoriquement supérieurs aux coûts de propriétés rattachés à la gouvernance de l'entreprise.

Sur la structure décisionnelle de l'entreprise

Reprenant les thèses de Hansmann, John Boatright pose que l'examen des dispositions relatives à la notion de gouvernance d'entreprise se référerait à l'étude de deux ensembles de propositions. Le premier ensemble de proposition concerne celui « qui a le contrôle et le droit de prendre les décisions », tandis que le second concerne celui « qui est le bénéficiaire de la responsabilité fiduciaire des

gestionnaires, et les intérêts de qui doivent orienter les objectifs de la firme » (2006 : 45). Tel qu'observé, les sociétés par actions représentent des entités économiques dont la transmission de ces deux privilèges est confiée aux actionnaires.

À ce titre, il est habituellement reconnu que la délégation du contrôle décisionnel des actionnaires aux gestionnaires s'exerce par des structures de gouvernance bien connues des milieux financiers soit : l'assemblée des actionnaires, le conseil d'administration et les hauts gestionnaires. L'assemblée des actionnaires a ainsi comme principaux rôles d'élire le conseil d'administration et de sanctionner les décisions les plus importantes prises par les gestionnaires d'entreprise, qui implique la modification des règlements et statuts de l'entreprise, la rémunération des dirigeants, la vente, la fusion ou encore l'acquisition d'autres entreprises (Crête et Rousseau, 2002 : 541-580). Les administrateurs supervisent les orientations stratégiques de l'entreprise ainsi que le travail effectif des gestionnaires et du PDG. En dernier lieu, les gestionnaires gèrent les affaires courantes de l'entreprise et mettent en œuvre les stratégies élaborées avec le conseil d'administration (Bainbridge, 2002). Il est entendu que les gestionnaires d'entreprise ont l'obligation fiduciaire de veiller au meilleur intérêt des actionnaires. Bref, ces trois instances sont responsables de la mise en place et du suivi des politiques et règlements particuliers de chaque entreprise et, par conséquent, elles se trouvent au centre des processus décisionnels internes des entreprises décrits par French.

La RSE, un problème du point de vue de la gouvernance

Dans le cadre du débat qui entoure la RSE et de la potentielle redéfinition du modèle de gouvernance de l'entreprise qu'elle soulève, deux types de modèle de gouvernance sont habituellement confrontés sur la scène de l'éthique des affaires :

On the one hand is the shareholder value model, famously championed by Nobel Prize winning economist Milton Friedman, which claims that corporations owe positive moral obligations only to their shareholders (Friedman 1993). On the other hand is the normative stakeholder theory, which claims that corporations are morally obliged to secure the interests of a broad range of groups, of which shareholders are only one. (Rodin, 2005: 163)

Le premier, suivant une interprétation classique de la gouvernance d'entreprise (*Shareholder value model*), présuppose que les gestionnaires ont l'obligation d'agir dans le strict intérêt des actionnaires, et ce, dans le cadre des limites prescrites par la loi. Le second modèle soutient que les gestionnaires devraient également défendre les intérêts de l'ensemble des parties prenantes liées à l'entreprise.

Pour les tenants d'une conception classique de la gouvernance d'entreprise, les gestionnaires sont perçus comme des agents au service des actionnaires. (Crête et Rousseau, 2002 : 397) Cette compréhension de la gouvernance peut, selon Boatright, essentiellement se décliner en trois obligations particulières :

(1) les actionnaires doivent avoir le contrôle; (2) les managers ont pour seule responsabilité fiduciaire de servir l'intérêt des actionnaires; et (3) l'objectif de la firme doit être la maximisation de la richesse des actionnaires. (Boatright, 2006 : 45)

Ces trois thèses formeraient le corps de ce qu'il convient d'appeler la gestion pour les actionnaires (*shareholder management*).

De son côté, la théorie normative des parties prenantes tend à présenter les choses d'une autre manière. Celle-ci postule que les gestionnaires devraient délaisser leurs strictes obligations fiduciaires à l'endroit des actionnaires et en reconnaître une à l'endroit de toutes les parties prenantes. Les défenseurs de cette vision tentent de redéfinir la structure actuelle de la gouvernance d'entreprise selon de nouveaux critères en posant notamment que :

(1') toutes les parties prenantes ont le droit de participer aux décisions qui les affectent; (2') les gestionnaires ont une responsabilité fiduciaire de servir les intérêts de tous les groupes de parties prenantes; et (3') l'objectif de la firme se doit d'être la promotion des intérêts de tous et non pas seulement ceux des actionnaires. (Boatright, 2006 : 45)

Ces préceptes de gouvernance formeraient ce qu'il convient d'appeler la gouvernance pour les parties prenantes. Cette proposition normative, souvent interprétée comme l'application des principes de la RSE au contexte de la gouvernance d'entreprise, suscite un grand nombre de débats et de critiques.

Pour Friedman, un gestionnaire d'entreprise qui se prêterait avec sérieux aux pratiques de la RSE en s'obligeant envers tout un chacun ne respecterait pas l'esprit des obligations fiduciaires promu au sein des normes de gouvernance des sociétés par actions nord-américaines « *In each of the cases, the corporate executive would be spending someone else's money for a general social interest.* » (Friedman, 1970) Procéder à une telle allocation des ressources reviendrait à illégitimement taxer les actionnaires et à usurper le rôle du gouvernement dans la répartition des ressources nécessaires au bien-être collectif des populations.

Sur la théorie des parties prenantes

Avant de nous aventurer plus avant dans ce débat suscité par la mise en œuvre d'une conception normative de la théorie des parties prenantes, nous débiterons par effectuer un bref retour sur ses fondements théoriques. À ce titre, l'origine étymologique du terme de « partie prenante » permet de mieux comprendre l'optique selon laquelle s'inscrit cet apport conceptuel largement diffusé par l'ouvrage *Strategic management : a stakeholder approach* d'Edward Freeman publié en 1984. Celui-ci revêt une certaine importance, car le terme de *stakeholder* (partie prenante) a délibérément été choisi afin de souligner un contraste avec le terme de *shareholder* (actionnaire)³⁶. L'objectif avoué de ce calembour était de ramener à l'avant-scène l'importance de l'ensemble des personnes, ou groupes de personnes, essentielles aux activités de la compagnie. Pour l'heure, nous présumerons que les parties prenantes les plus souvent reconnues sont essentiellement les employés, les consommateurs, les fournisseurs, les communautés locales ainsi que les actionnaires et les gestionnaires, bien que certaines conceptions plus larges tentent également d'inclure des groupes comme les organismes non-gouvernementaux (ONG) et les gouvernements³⁷.

³⁶Une traduction plus littérale du terme de *stakeholder* pourrait se dire « détenteur de parts » ou encore d'intérêts. D'un autre côté, une traduction littérale du terme de *shareholder* donnerait « détenteurs d'actions ».

³⁷Mentionnons que certains débats ont fait osciller la définition de partie prenante autour de deux définitions différentes. La définition dite large inclut tout individu ou groupe d'individus étant affecté par, ou qui affectent, les activités de l'entreprise, tandis que la définition étroite du concept

Freeman soutient principalement que le *management* classique aurait été trop axé sur les seuls intérêts des actionnaires (1998 : 126). *A contrario*, il tâche essentiellement de défendre deux postulats. Le premier, de nature descriptive, suppose que la performance de la firme est directement reliée à celle de ses différentes parties prenantes. Le second, cette fois de nature normative, affirme que les dirigeants d'entreprise auraient des obligations de nature « fiduciaires » non seulement envers leurs actionnaires, mais également envers l'ensemble de leurs parties prenantes (Jones, Wicks, Freeman, 2002). Dans la mesure où le premier de ces deux postulats ne prête guère à controverse, le second, quant à lui, cause un plus grand nombre de problèmes théoriques et pratiques. Suivant Boatright, nous avançons qu'une conception normative forte de la théorie des parties prenantes implique habituellement trois exigences : la firme devrait avoir pour objectif de servir les intérêts de l'ensemble de ses parties prenantes; ses gestionnaires devraient se reconnaître une obligation de nature fiduciaire envers l'ensemble de ces dernières; ces mêmes parties prenantes devraient être incluses au sein des processus décisionnels de l'entreprise (Boatright, 2006 : 45).

1.2.2 Une revue critique de la théorie normative des parties prenantes

Non seulement une application intégrale de cet apport normatif impliquerait une transformation du rôle des gestionnaires d'entreprise, mais également des lois entourant le régime de gouvernance qui, à ce jour, exigent des dirigeants d'entreprises d'agir essentiellement dans l'intérêt des actionnaires. La théorie normative des parties prenantes prescrit des changements significatifs qu'il n'apparaît pas nécessaire de justifier, dans la mesure où un certain nombre de critiques importantes remettent en question la validité du projet.

renvoie seulement aux groupes et aux individus nécessaires à la survie et au déploiement de l'entreprise. (Freeman, 1998 : 129) Il se trouve que ces deux définitions soulèvent quelques problèmes d'interprétation importants puisqu'elles sont tantôt trop larges, tantôt trop étroites (Heath, 2006a). Nous avons délibérément choisi, pour l'heure, de mentionner les parties prenantes les plus souvent citées pour le contexte limité de ce travail.

La diversification des objectifs et l'évaluation de la performance

Ainsi, en examinant cet apport théorique, Heath et Norman (2004) proposent un argument à même d'en nuancer les supposés bienfaits. Ils soutiennent que de mettre les gestionnaires systématiquement au service de l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise pose un risque important pour l'efficacité théorique et pratique de la firme. Pour eux, cette situation fournirait des objectifs diversifiés pour les gestionnaires de sociétés par actions, ce qui rendrait difficile l'évaluation de leur performance réelle. Incidemment, les divers procédés d'évaluation des gestionnaires deviendraient, en pratique, inopérants.

Malgré que les gestionnaires soient habituellement soumis à de nombreuses lois et réglementations très précises, plusieurs problèmes d'agence sévissent au sein de l'univers de la finance. La vague des grands scandales financiers américains, plus près de nous celui du courtier Norbourg, rappelle que l'engagement moral et légal des fiduciaires (les gestionnaires) envers leurs principaux (les actionnaires) ne suffit pas toujours à assurer leur fidélité et leur dévouement. « *The recent spate of corporate scandals in the United States and elsewhere has dramatized, once again, the severity of the agency problems that may arise between managers and shareholders* » (Heath et Norman, 2004 : 247). Ou encore, tel que le résume Boatright : « *Simply put, finance concerns other people's money (OPM), and OPM invites misconduct.* » (1999 : 3) En multipliant les objectifs des gestionnaires, les auteurs pensent qu'il deviendrait de plus en plus difficile d'évaluer correctement leurs performances. En résumé, une telle situation laisserait à la fois un mandat trop large et trop souple aux gestionnaires. (Heath et Norman, 2004) L'augmentation du nombre de mandats octroyés aux gestionnaires pourrait leur fournir de nombreuses échappatoires. Ainsi, un gestionnaire pourrait alléguer que, parce qu'il a répondu aux demandes de A, il n'a pu satisfaire B; et parce qu'il a répondu aux demandes de B, il n'a pu satisfaire C; etc. Une plus grande diversification des objectifs des

gestionnaires ne garantirait pas l'amélioration de leur capacité générale à augmenter le bien-être d'une société donnée :

The experience of SOEs [state own corporation] shows that giving managers a "social responsibility" mandate, combined with the freedom required to carry it out, can lead not only to massive financial losses, but may not even result in improved social responsibility. (2004 : 257)

Dans un contexte où il n'est déjà pas aisé de déterminer si l'agent fiduciaire qui travaille pour un principal s'acquitte adéquatement de son objectif de performance, c'est-à-dire de veiller à l'intérêt économique d'un principal, n'est-il pas complètement inefficace et socialement dangereux de tenter d'octroyer des mandats éthiques supplémentaires aux fiduciaires?

Argument des intérêts conflictuels

Il importe également de remarquer que les gestionnaires d'entreprise sont continuellement aux prises avec les revendications des différentes parties prenantes pouvant entrer en conflit d'intérêt (Rodin, 2005 : 166). Ainsi, exiger des gestionnaires qu'ils arbitrent les conflits éthiques entre les différentes parties prenantes pose problème. Par exemple, une augmentation des avantages financiers à l'égard des fournisseurs pourrait désavantager les consommateurs ou vice versa. Aux dires de Heath, cette compétition des revendications éthiques ne contribuerait pas nécessairement à une meilleure justice collective, mais profiterait plutôt aux parties prenantes les mieux organisées, au détriment d'autres moins bien organisées. (2006a : 544)

Dans la mesure où le monde des affaires est caractérisé par de nombreux processus compétitifs, l'application forte d'une théorie normative des parties prenantes est souvent problématique. Dans un contexte où les fournisseurs peuvent varier et où il est généralement dans l'intérêt de la compagnie d'obtenir le meilleur prix possible, il pourrait apparaître hasardeux de confier aux gestionnaires le mandat explicite de veiller à leur intérêt.

Relation fiduciaire et parties prenantes

Par ailleurs, Boatright émet l'idée que d'imposer aux gestionnaires une obligation fiduciaire envers l'ensemble des parties prenantes d'une entreprise ne constitue ni une appréciation juste du terme fiduciaire ni le meilleur moyen de protéger les intérêts de l'ensemble des parties prenantes. Suivant l'analyse de Hansmann, Boatright postule que la relation fiduciaire qui unit les gestionnaires d'entreprise aux actionnaires repose sur leur vulnérabilité par rapport aux asymétries d'informations et sur la divergence des intérêts entre ces deux types de parties prenantes³⁸. Dans la mesure où la relation fiduciaire est un recours spécifique dans le cadre d'une relation d'agence représentant un certain risque, il ne semble pas adéquat, du moins à première vue, de vouloir protéger l'ensemble des parties prenantes par ce type de relation. Boatright mentionne l'existence de trois autres types de mécanismes à même de protéger l'intérêt de ces autres parties prenantes, soit : le marché, les ententes contractuelles ainsi que les règlements et les lois. Selon lui, ceux-ci seraient généralement considérés plus efficaces qu'une hypothétique relation fiduciaire envers toutes les parties prenantes afin de parvenir à protéger leurs intérêts. Les relations fiduciaires peuvent être considérées comme le dernier recours dont bénéficient les actionnaires dans un contexte où on ne peut pas prévoir de façon satisfaisante, au sein d'un contrat ou de la loi, l'ensemble des éventualités qui peuvent survenir dans le contexte de la relation entre les actionnaires et les dirigeants de l'entreprise.

³⁸ Rappelons que le principal argument de Hansmann stipule que les coûts de transaction associés aux défaillances du marché (limite de concurrence, asymétrie d'informations et externalités) seraient pour les actionnaires largement supérieurs aux coûts dits de propriété (contrôle des gestionnaires, coûts associés aux prises de décisions collectives, risques financiers, etc.). (1996, 24-34) Ainsi, la justification économique de l'octroi du contrôle formel aux gestionnaires reposerait sur la vulnérabilité des actionnaires comparativement à celle des autres parties prenantes de l'entreprise face aux coûts engendrés par les défaillances du marché à l'intérieur des paramètres habituels de la loi, ou encore des ententes strictement contractuelles. Compte tenu de cet état de fait, les actionnaires seraient par conséquent plus enclins à effectuer des placements risqués, dans la mesure où ils bénéficient du contrôle formel et des profits résiduels de l'entreprise.

1.2.3 Remarques finales sur la gouvernance d'entreprise et la responsabilité sociale

Malgré le fait que les critiques soulevées semblent effectivement présenter des arguments convaincants, un certain nombre de nuances doivent être apportées. Par exemple, on pourrait critiquer l'argument de Heath et Norman en démontrant que certaines entreprises d'États, tel Hydro-Québec, demeurent des organisations économiques fonctionnelles et relativement efficace d'un point de vue social³⁹. L'augmentation de la complexité d'une tâche ainsi que ses objectifs ne rend pas son évaluation impossible pour autant. Par ailleurs, Heath mentionnait au sein d'un autre texte que l'une des erreurs les plus fréquentes des économistes était de trop mettre l'accent sur des structures incitatives fondées sur l'évaluation de la performance en délaissant le rôle de facteurs normatifs plus moraux basés sur la confiance et les normes sociales :

The overriding objective of many economists has been to extend the methodological tools—and in particular, the action theory—used in the analysis of markets to model the internal structure of organizations." Thus "principal-agent" theory has focused almost entirely upon the use of external incentives as a mechanism for overcoming collective action and control problems within the firm. In so doing, economists have dramatically underplayed the role that trust, values, social norms, and other aspects of "corporate culture" play in determining organizational behavior. Thus they have wasted considerable time and energy devising increasingly baroque performance pay schemes, while neglecting more obvious managerial strategies, such as encouraging employee loyalty to the firm, or cultivating a direct concern for customer satisfaction. (Heath, 2006a : 539)

Les actionnaires ne sont pas systématiquement les parties prenantes les plus vulnérables d'une entreprise. Parfois, des employés très spécialisés peuvent difficilement se retirer d'une entreprise pour offrir leurs services à d'autres employeurs à même de reconnaître leurs compétences. En contrepartie, les actionnaires, par la diversification de leurs placements au sein de nombreuses

³⁹En 2006, Hydro-Québec permis au gouvernement du Québec de récolter un dividende de 2,3 milliards de dollars. Par ailleurs, même si certains arguent que de privatiser cette entreprise pourrait en augmenter l'efficacité Yvon Allaire soutient que « Bien qu'Hydro-Québec soit une société d'une grande valeur économique pouvant contribuer de diverses façons à la trésorerie du gouvernement du Québec, ce n'est pas par sa privatisation que l'on résoudra les problèmes de la fiscalité québécoise ». En ce sens, il serait socialement plus efficace pour les Québécois de conserver le contrôle de leur société d'État que de la confier au privé. Allaire, Y. 2007. « Combien vaudrait Hydro-Québec, société privée? », dans *Les Affaires*, 3 août

entreprises, peuvent se protéger des risques spécifiques associés à ces entreprises sans trop de difficultés⁴⁰.

Néanmoins, les critiques de Boatright, Heath, Rodin et Norman posent l'importance de nuancer la pertinence des dispositifs pratiques accompagnant la théorie normative des parties prenantes. L'idée d'octroyer à l'ensemble des parties prenantes d'une entreprise le statut de fiduciaire ou encore de leur donner de facto un droit de regard sur la direction d'une entreprise ne semble pas nécessairement appropriée. Aux dires de Heath, le concept de partie prenante gommerait notre capacité à effectuer une analyse éthique sérieuse des principaux problèmes que nous rencontrerions dans le domaine des affaires : « *the vocabulary, and the theory that underlies it, is inherently misleading, and thus does not promote useful ways of thinking about corporate social responsibility.* » (Heath, 2006a : 537) Lors d'une présentation de Heath et Norman à la faculté de droit de l'UdeM⁴¹, ils précisèrent cette idée en tâchant de démontrer les limites associées à la notion de parties prenantes. À leur sens, les relations entre l'entreprise et ses différentes composantes – tels ses employés, ses actionnaires, ses clients, les ONG ou encore les gouvernements – ne peuvent être toutes considérées de la même manière. Bien qu'il n'apparaisse guère controversé d'admettre que les entreprises ont d'emblé certaines responsabilités morales envers les différentes parties prenantes qui les entourent (Heath, 2006a; MacDonald et Norman, 2003), l'ambiguïté de la question résiderait plutôt dans la nature de ces obligations. Selon les auteurs, ces prescriptions normatives devraient faire l'objet d'une analyse éthique plus raffinée, spécifique et détaillée en fonction du type de relation particulière qui unit chacune des parties prenantes à la direction d'une entreprise, plutôt que d'être intégrée dans la catégorie large et indéfinie que représente cette notion.

⁴⁰Tel que nous l'exposerons plus longuement au cours de notre troisième chapitre le fait de diversifier un portefeuille d'investissements au sein de plusieurs entreprises et types d'entreprises différentes permet de réduire les risques particuliers d'un portefeuille d'investissements et permet ainsi de mieux garantir les actifs dudit portefeuille.

⁴¹Il s'agit ici de la conférence *Dislodging the Shareholder?* présentée le 18 mai 2007 dans le cadre du colloque « Gouvernance des entreprises et des parties prenantes : Au-delà de l'intérêt des actionnaires? », organisé par la Chaire en droit des affaires et du commerce international de l'UdeM.

Les auteurs proposent que de sérieusement penser l'éthique des affaires devrait mobiliser trois perspectives d'analyse éthique : une éthique de la coopération afin d'encadrer les relations de type hiérarchique de l'entreprise avec ses parties prenantes incluses dans sa chaîne de gouvernance; une éthique de compétition (adversariale) afin d'encadrer les relations s'inscrivant au sein de processus compétitifs marchands (Heath, 2006b); et une éthique plus inspirée de la philosophie politique afin d'encadrer avec plus de minutie les interventions des entreprises en lien avec la sphère publique (Néron et Norman, 2007). Cette proposition a l'intérêt de distinguer avec plus de précision la nature des enjeux auxquels les firmes se voient habituellement confrontées.

Dans cet ordre d'idée, le philosophe américain John Boatright admet lui aussi que les activités des entreprises doivent servir les intérêts de leurs différentes parties prenantes. Cependant, il souligne qu'il ne serait pas désirable d'obliger les gestionnaires d'entreprise à avoir des obligations fiduciaires envers l'ensemble des parties prenantes d'une entreprise :

Les défenseurs de la gestion des parties prenantes ont raison sur un point : la société à but lucratif moderne doit servir les intérêts de tous les groupes de parties prenantes. Or, les arguments en faveur du présent système de gouvernance d'entreprise n'entrent pas nécessairement en conflit avec cette prémisse. Ainsi, là où la gestion des parties prenantes échoue, c'est dans le fait de ne pas reconnaître que des gestionnaires qui agissent dans l'intérêt des actionnaires peuvent aussi, par le fait même, agir dans l'intérêt de tous les groupes de parties prenantes. (Boatright, 2006 : 44)

Les entreprises et leurs gestionnaires auraient bel et bien certaines responsabilités morales à l'égard de leurs parties prenantes. Cela ne signifie pas que l'on doive nécessairement modifier en profondeur l'actuel régime de gouvernance des entreprises, mais en détaillant de manière plus spécifique les perspectives éthiques en fonction desquelles chaque type de parties prenantes interagit avec l'entreprise. À ce titre, nous évaluerons au cours de la prochaine section les exigences morales dont devraient tenir compte les entreprises dans un contexte compétitif d'interaction marchande.

1.3 L'institution du marché et l'éthique de la compétition

L'une des principales raisons mise de l'avant par Friedman afin de critiquer la RSE repose sur l'idée que celle-ci ne contribuerait pas, au final, à l'amélioration du bien-être social des diverses parties prenantes liées à la firme. Pour Friedman, la RSE « (...) *does not differ in philosophy from the most explicitly collectivist doctrine* » (1970) et ne serait qu'un nouveau vecteur d'inefficience sociale. Suivant cet argument, sans pour autant accorder une valeur dogmatique à l'efficacité du libre marché, il importe d'examiner les prétentions de l'économie de marché afin de distinguer dans quelle mesure les prétentions normatives de la RSE peuvent y être intégrées de manière adéquate.

Le marché, une institution amoralisée et efficace

L'une des principales critiques des détracteurs de la RSE consiste à affirmer que le respect d'obligations morales par les dirigeants d'entreprise, au-delà du strict contexte de la loi, causerait au final plus de torts que de bienfaits : « *CSR has the potential to do real harm. Its adoption by businesses generally, with the acquiescence or support of governments, would reduce community well-being and undermine the market economy.* » (Henderson, 2001 : viii) L'argument ici présenté est de type conséquentialiste : il suppose que de vouloir imputer trop de responsabilités (autres que strictement économiques) aux entreprises minerait leur capacité à contribuer réellement au bien-être des sociétés en général. Les grandes lignes de cet argument s'appuient essentiellement sur des théories économiques promouvant l'efficacité du libre marché à générer, distribuer et coordonner de manière efficace les ressources et les échanges au sein d'une société donnée. L'économie de marché, parfois âprement défendue, repose en réalité sur des prémisses qu'il importe d'examiner avec attention avant de pouvoir critiquer l'idée de la RSE.

Au cœur de cette construction théorique, se trouvent quelques-unes des intuitions fondamentales de la pensée de Smith et qui, aujourd'hui encore, orientent l'armature de la pensée économique contemporaine :

An individual generally neither intends to promote the public interest nor knows by how much is promoting it (...) By directing industry in such a manner as its product may be of greatest value, he intends only his own personal gain, and he is in this aim (...) led as if by an "invisible hand" to promote an end which was no part of his intention.⁴²

Le libre marché, telle une main invisible, canaliserait les intérêts égoïstes et les vices particuliers des individus en vertus publiques. (Brander, 1995 : 32) En réalité, la théorie économique contemporaine retient essentiellement du génie de Smith le constat selon lequel, en certaines circonstances, le comportement compétitif d'acteurs interagissant au sein d'un libre marché peut générer une répartition des ressources plus efficace qu'une économie hiérarchisée et ordonnée par un centre de décision centralisé⁴³. La thèse fondamentale défendue par les néo-classiques, tel Friedman, stipule que d'attribuer des responsabilités morales à des acteurs d'une institution essentiellement compétitive correspond précisément à la dénaturer et à la rendre socialement inefficace.

Transactions compétitives et administrées

Depuis les travaux de Coase, on distingue assez fréquemment deux modèles de coordination économique : les transactions compétitives et les transactions dites administrées ou hiérarchiques. (Heath, 2006b : 23) De ces deux types de transactions, on peut habituellement inférer des institutions sociales de nature tantôt adversariales ou tantôt coopératives. Afin de bien illustrer l'importance et la

⁴²Cette citation de Smith ([1776] : 477) est issue du livre *Government policy toward business* de l'économiste canadien James Brander (1995 : 32).

⁴³Mentionnons au passage, qu'en économie, la notion de répartition efficace des ressources correspond habituellement, de manière plus ou moins tacite, à un optimum de Pareto, soit à un état dans lequel on ne peut pas améliorer le bien-être d'un individu sans détériorer celui d'un autre.

différence de mode de fonctionnement entre des institutions sociales coopératives et adversariales⁴⁴, Heath utilise l'exemple d'un tribunal pénal et de la Cour.

Le rôle d'une Cour de justice est de contribuer au bien-être de la société en tâchant de rendre des décisions justes au sens de la loi. Or, s'il s'agit du rôle de l'institution au sens général, cela ne signifie pas qu'il s'agisse du rôle particulier de tous ses acteurs. Dans ce contexte, les buts individuels des avocats protagonistes ne sont pas nécessairement de veiller au bien-être de la société (ou encore de rendre des décisions justes). Leur but particulier réside plutôt en la défense des intérêts de leurs clients. L'objectif général de la justice serait généralement atteint, non pas grâce à une coopération entre les avocats de la défense et de la Couronne, mais bien par le biais d'une interaction de nature compétitive et égoïste entre protagonistes, (Heath, 2006b : 37) Règle générale, la critique conséquentialiste s'opposant à l'octroi de responsabilités sociales aux entreprises procède d'un argument semblable. On ne peut s'attendre des acteurs évoluant au sein des marchés financiers qu'ils agissent en coopération en veillant aux intérêts de tout un chacun. À l'opposé, les bienfaits sociaux attendus d'un système de marché surviendraient précisément lorsque les acteurs en place tâchent, en premier lieu, de veiller à leurs intérêts personnels.

Transactions compétitives et efficacité

Un marché représente aussi une institution à caractère adversarial où le rôle des entreprises serait comparable à celui des avocats du tribunal pénal. « *Adversarial institutions achieve the results that they do by "playing off" various parties against one another, producing outcomes that correspond only accidentally to those intended or desired by any of the participants.* » (Heath, 2006b : 37) En ce sens, les principaux détracteurs de la RSE s'appuient sur le fait que l'entreprise et ses représentants n'auraient pas à directement veiller au bien-être de la société et de ses différentes parties prenantes, mais bien à générer le plus de profits possible afin de

⁴⁴À ce titre, les travaux de Heath sont notamment inspirés par la contribution théorique du livre de Applbaum *Ethics for Adversaries* (1999).

remplir ses principales fonctions sociales et contribuer au bien-être collectif. (Friedman, 1970; Henderson, 2001)

Encore une fois, il s'agirait du rôle de l'État et des différentes institutions chargées d'encadrer les marchés de veiller à ce que la résultante globale de ces échanges convienne au bien-être collectif. Philippe Van Parijs appuie cette hypothèse en mentionnant qu'il ne s'agit pas *a priori* du rôle d'une entreprise de veiller à la juste redistribution des ressources et d'assurer la justice sociale dans le cadre de ses activités : « ce qui justifie son existence même ne découle pas directement d'une exigence de justice, mais est localisé dans l'efficacité avec laquelle elle accomplit sa mission, dans le cadre d'une configuration complexe d'institutions interconnectées ». (2005 : 17) Or, jusqu'à quel point la théorie économique fondée de manière adversariale peut-elle se suffire à elle-même en invalidant, de surcroît, les obligations de ces acteurs économiques envers de tiers partis ou autres concurrents ?

Sur les présupposés de théorie économique classique

La théorie économique, dans sa forme la plus classique, pose plusieurs conditions à l'efficacité des marchés : (1) aucun des concurrents d'un marché donné ne doit être à même d'en contrôler les prix; (2) divers concurrents doivent être à même de librement entrer et sortir de ce marché; (3) les acheteurs et les vendeurs doivent bénéficier de toute l'information pertinente à la tenue de leurs transactions. (Brander, 1995 : 34) Ces trois conditions présentent d'importantes difficultés. Il existe quatre types de défaillances bien connues au marché qui font en sorte de miner son efficacité et de sérieusement en atténuer l'efficacité opérationnelle : (1) une compétition imparfaite, (2) une gestion marchande des biens publics, (3) la présence d'externalités et (4) des problèmes d'asymétrie d'information. (1995 : 36)

Ainsi, tout type de monopole ou oligopole, toute gestion essentiellement compétitive des biens publics, toute imposition d'externalités sur des tierces parties

et toute absence d'informations importantes et significatives constituent autant d'entraves à l'efficacité du marché comme vecteur de bien-être social. (Heath, 2006b : 11) En de telles circonstances, il semble peu approprié de compter systématiquement sur l'efficacité économique du marché comme système adversarial afin de dépouiller de responsabilités morales ses principaux acteurs. Même Friedrich Hayek, un économiste bien connu pour ses positions libérales, souligne le danger de se laisser convaincre de manière dogmatique par les bienfaits du laisser-faire économique. « Il n'y a rien dans le principe du libéralisme qui permette d'en faire un dogme immuable. » (Hayek, 2005 [1946] : 20) L'obtention réelle des bienfaits promus par une économie de marché libre et compétitive pose de nombreuses difficultés empiriques. Il importe de considérer non seulement de bonnes lois nécessaires à l'obtention de tels bienfaits, mais également une implication morale des acteurs en présence. Il apparaît donc que les entreprises et leurs gestionnaires ont bel et bien certaines responsabilités de nature morale à l'égard des parties prenantes entourant leur entreprise. Seulement, il demeure encore difficile de comprendre la nature de celles-ci.

Sur la nature des obligations morales des entreprises

Bien qu'il ne soit toujours pas évident de déterminer avec précision les obligations morales légitimement imputables aux acteurs de ces systèmes économiques complexes, pour Van Parijs la solution se présente de manière assez limpide : « Une entreprise juste est alors une entreprise qui se conforme à ce que seraient les lois si elles étaient justes. » (2005 : 18) Certes, il s'agit là d'un exercice de pensée fort intéressant. Pourtant, celui-ci ne nous aide toujours pas à déterminer avec précision les responsabilités morales qui devraient être assumées par les entreprises. Un argument que l'on retrouve fréquemment chez les détracteurs de la RSE consiste à dire que les entreprises et leurs représentants n'ont ni les compétences nécessaires ni la légitimité de concevoir ce que devraient être des lois ou des actions justes : « *business has no right to define such goals* ». (Henderson, 2001 : 2) Surtout, lorsqu'en fin de compte, les entreprises se doivent d'être efficaces

et rentables dans le contexte d'une compétition largement accentuée par le phénomène de la mondialisation.

Quelque part à l'intérieur de ce dilemme en apparence insoluble, Heath propose une solution normative intéressante. Pour ce faire, il oriente la discussion philosophique sur ce que devrait être un juste marché autour des conditions à même d'en favoriser l'efficacité. À la question de savoir ce que devraient être les obligations morales des compétiteurs au sein d'un marché, Heath propose tout simplement une approche à la mesure des prétentions normatives de l'économie classique : « *Taking advantage of a market failure in order to increase profits (e.g. through the creation of negative externalities, exploitation of information asymmetries, exercise of market power, etc.) is impermissible. Anything else is fair game.* » (2006b : 39) Peu importe le contexte des institutions juridiques et de la loi, les compétiteurs œuvrant au sein d'un libre marché devraient tenter de respecter l'esprit des conditions essentielles à son efficacité. Afin d'appuyer son argument, Heath utilise l'analogie bien connue entre les compétitions sportives et l'éthique dans le milieu des affaires. (Heath, 2006b : 17; Boatright, 1999 : 27) Un joueur de hockey ne doit pas nécessairement s'abstenir de marquer des points aux dépens des joueurs d'une équipe adverse. Cependant, celui-ci doit s'assurer d'agir dans les règles de l'art, d'une manière juste et équitable pour tous les compétiteurs; bref, sans tricher et dans l'esprit des règles du jeu. Cette analogie permettra donc à Heath d'esquisser cinq principes moraux différents que devraient respecter les acteurs au sein d'un marché compétitif :

1. Ne pas exploiter les défaillances du marché;
2. Ne pas tricher;
3. Respecter l'esprit des lois et des règles;
4. Se retenir d'adopter des stratégies non-éthiques (et ce, même lorsque les compétiteurs le font);
5. Ne pas s'opposer aux changements législatifs visant à corriger des erreurs du marché. (2006b : 12-14)

Conséquemment, les acteurs du marché n'auraient qu'à respecter les règles fondamentales animant l'esprit des institutions compétitives sans nécessairement être tenues de veiller directement au bien-être de la société en général ou de ses concurrents. Cette manière de formuler les obligations morales des entreprises et de leurs dirigeants a quelque chose de séduisant et d'intuitif. Cependant, une fois confronté aux exigences des pratiques du milieu des affaires, cet apport théorique se heurte à un certain nombre de problèmes empiriques.

Quelques difficultés empiriques

Dans le contexte actuel de la mondialisation, et d'une compétition qui, depuis les vingt dernières années, s'est largement transformée, il ne semble pas toujours évident de demander aux acteurs du milieu des affaires de se retenir de bénéficier des défaillances du marché lorsqu'en réalité elles sont omniprésentes : « *For example, perfect competition requires that there be no externalities and no information asymmetries anywhere in the economy. But there are always externalities and information asymmetries.* » (Heath, 2006b : 24) Plus encore, Heath mentionne que les asymétries d'information et les techniques d'externalisation sont le pain quotidien de nombreuses entreprises et font partie de leur stratégie de base, et ce, surtout au sein des milieux très compétitifs : « *As Applbaum has observed, many books on competitive strategy are essentially "how-to" guides for creating and profiting from market failures (1999, 194–195)* ». (2006b : 12) Bien que l'apport de Heath semble offrir une alternative à la question de ce que devraient être les obligations ou encore les limites morales de la compétition, les principes moraux qu'il propose semblent s'inscrire en totale rupture avec les pratiques actuelles du système économique. Bien qu'elles semblent se fonder de manière essentiellement conséquentialiste en s'appuyant sur les thèses de la théorie économique, on pourrait presque apparenter les obligations morales proposées par Heath aux rigueurs des maximes kantienne issues d'un impératif catégorique « universalisable ». Malgré leur apparence anodine fondée sur les prémisses mêmes de la théorie économique, les obligations morales prescrites par Heath sont en réalité extrêmement exigeantes.

Il semble, en effet, possible de critiquer le premier principe établi par le philosophe torontois lequel stipule que les entreprises ne devraient pas chercher à bénéficier des défaillances du marché. De ce point de vue, on pourrait probablement reprocher à l'auteur de ne pas rendre compte de toute la portée et de toute la richesse des problèmes et des thèses économiques contemporaines les plus perfectionnées. Par exemple, on peut facilement imaginer que si certaines industries œuvrant dans des milieux très compétitifs souhaitent réellement internaliser toutes leurs onéreuses externalités, sans attendre de lois uniformes pour un segment d'industrie donné, celles-ci seront manifestement désavantagées par rapport à leurs concurrents (Henderson, 2001 : 78). De telles pratiques pourraient systématiquement entraîner la fermeture des entreprises tâchant d'avoir les meilleures pratiques éthiques au bénéfice des moins honnêtes.

Autrement, il appert que l'exploitation de défaillances du marché par certaines entreprises pourrait également générer plus de bien-être social que si elles ne le faisaient pas. Par exemple, certains types de monopoles permettent parfois d'économiser globalement des coûts importants et ainsi augmenter le bien-être économique des sociétés en fournissant des services moins dispendieux à ses divers clients :

A natural monopoly is said to exist when the fixed costs of providing a good or service – natural gas transmission through pipeline, electricity distribution through the copper-wire grid, or cable television services, for instance – are so great that having many companies compete for customers would result in higher rather than lower costs for consumers. In a situation like this, it may make sense to have but a single provider. (Portney, 2005 : 110)

De façon analogue, des dispositifs tel les systèmes de brevets peuvent, comme les monopoles, être considérés en tant que défaillances de marché, et ce dans la mesure où ils créent des quasi-monopoles technologiques et qu'ils limitent l'accessibilité à l'information. Nous soutenons souvent qu'il s'agit là d'incitatifs nécessaires à la stimulation de recherches importantes pour le progrès général de nos sociétés :

The goal of the patent system is to encourage the creation, dissemination and use of knowledge for the benefit of society. It does this by creating private "rights" over practical ideas that would, without the patent, be freely available

*to all. By creating these private rights, the patent system aims to encourage individuals to invest in the creation and dissemination of knowledge, providing them with a mechanism through which to prevent others from using that knowledge at no cost.*⁴⁵

Internaliser l'ensemble de ses coûts de production pourrait être non seulement économiquement suicidaire pour une grande société par actions, mais d'un point de vue plus perfectionné, l'utilisation de techniques propres aux défaillances du marché par certaine société par actions peut générer beaucoup plus d'externalités positives que négatives.

Remarques finales sur l'éthique du bon compétiteur

Bien que les exemples du monopole efficace et des brevets représentent des situations où il pourrait sembler socialement souhaitable d'autoriser une entreprise à exploiter une défaillance de marché, il n'en demeure pas moins que ces exemples demeurent eux-mêmes très contingent et ne remettent pas nécessairement en cause la validité des propositions de Heath. En effet, les situations ici présentées, ne représentent pas des situations de marché parfaites. Celles-ci fournissent de manière contingente les bienfaits ci-dessus mentionnés que dans la mesure où des organisations gouvernementales établissent un certain nombre de règles particulières qui préviennent les abus que pourrait engendrer une situation de monopole incontrôlé⁴⁶. À tout coup, ces situations hybrides devraient faire l'objet d'une analyse normative spécifique et ne représentent pas nécessairement la même chose qu'une relation spécifiquement compétitive telle que décrite par Heath.

⁴⁵Organisation mondiale de la Santé (OMS) (2004) *Connaissances en génomique et équité : le système de brevets vu sous l'angle des biens publics mondiaux*, Site internet : www.scielosp.org/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0042-96862004000500013, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

⁴⁶À cet égard, l'exemple le plus frappant d'une privatisation socialement inefficace des biens publics est sans nul doute celui de la privatisation de la distribution de l'eau au sein de sa capitale nationale par le gouvernement bolivien. Cette privatisation entraîna une hausse des prix pour une population captive et démunie qui entraîna d'importantes manifestations « La privatisation de la distribution d'eau dans la ville de Cochabamba en faveur de l'entreprise américaine Bechtel [...] avait donné lieu, en avril 2000, à une insurrection et s'était soldée par le départ de Bechtel, le recul du gouvernement et la renationalisation de l'eau. » Ramonet I. 2003. « Bolivie » dans *Le Monde Diplomatique*, novembre

L'autre volet de la critique que pourrait essayer Heath au sujet de la survie des entreprises responsables est plus délicat. Bien qu'il soit permis de penser que de multiples facteurs – l'accessibilité à un financement moins onéreux, une plus grande fidélité des consommateurs, une plus grande motivation des employés, un traitement moins sévère des autorités régulatrices et la prévention de coûts d'ajustements à l'implantation de nouvelles lois⁴⁷ – pourraient faire en sorte de favoriser l'émergence d'une plus grande rentabilité des initiatives d'entreprises dites socialement responsables. Néanmoins, des comportements anti-compétitifs ou exploitants de manière éhontée des externalités sociales ou environnementales peuvent également devenir très lucratifs. Sont-ils pour autant justifiés et justifiables? En réalité, ces écarts démontrent bien qu'un système économique de type capitaliste et libéral ne réussit pas systématiquement à répondre à ses propres prétentions normatives qui sont de veiller à l'intérêt supérieur de la société par une répartition efficace de ses ressources. Les pressions concurrentielles, aujourd'hui largement mondialisées, auxquelles font désormais face les entreprises peuvent donc aisément passer d'une course à l'excellence à une course à la médiocrité :

a collective action problem can easily degenerate into a race to the bottom, in which each individual, responding to the actions of the others, generates an outcome that is successively worse, but where each iteration of the interaction only intensifies their incentive to act in the same way. An arms race is the most clear-cut example. (Heath, 2006b : 7)

Il s'agit précisément de la raison pour laquelle il importe d'avoir de bonnes lois et de bons gouvernements afin de veiller à contrôler les écarts qui peuvent survenir au sein des milieux économiques⁴⁸. Suivant Heath et Van Parijs le fait que les incitatifs légaux appropriés ne soient pas encore en place ne devrait pas empêcher les acteurs du marché d'adopter une attitude morale. Un contexte où l'adoption de pratiques morales serait trop onéreuse nous oblige-t-il à repenser le cadre dans lequel devrait

⁴⁷Pour plus de détails concernant ces arguments souvent soutenus dans le domaine de l'éthique des affaires (Portney, 2005 : 113-119 ; Paine, 2003 : Chapitre 2)

⁴⁸Portney mentionnait que l'intervention gouvernementale au sein des milieux économiques peut essentiellement se justifier par le biais de deux types de prétentions. D'une part, des prétentions d'efficacité peuvent gouverner l'application de règles et de lois qui, dans le même esprit que Heath, permettent de corriger des défaillances du marché. D'autre part, les gouvernements peuvent également intervenir en instaurant des mesures distributives permettant de réduire les écarts entre la qualité de vie de ses différents citoyens, et ce, au moyen de fondements inspirés de la justice libérale. (2005 : 110)

évoluer les sociétés par actions? Cette question nous oblige également à reconsidérer la pertinence d'autoriser certains types de pratiques commerciales usant systématiquement des défaillances du marché, voire de certains types d'activités industrielles. Nous croyons que, malgré les difficultés qu'il soulève, l'apport de Heath offre une vaste richesse conceptuelle. Il propose une approche beaucoup plus sensible à la logique et aux objectifs propres aux marchés compétitifs. À notre sens, il existe de bonnes raisons de croire que les entreprises et leurs représentants devraient reconnaître l'obligation morale de se conformer à l'éthique du bon compétiteur. Puis, à défaut de pouvoir souscrire à cette éthique, ils devraient travailler à modifier les conditions structurelles⁴⁹ en raison desquelles ils ne pourraient se contraindre au respect de ces limites pourtant nécessaires à l'efficacité des marchés.

⁴⁹On postule ici des activités telles que contribuer à la création de nouveaux standards d'industries avec des pairs, promouvoir certaines initiatives plus « responsables » auprès des partenaires ou encore à carrément effectuer des recommandations auprès des législateurs.

Conclusion : Chapitre 1

Dans le cadre de ce chapitre, nous avons tenté de soulever les principales critiques soulevées par Friedman à l'encontre de la RSE, tout en y juxtaposant certains des débats actuels ayant cours dans le domaine de l'éthique des affaires. Au terme de cet examen, nous ne croyons pas qu'il soit justifié d'exclure systématiquement du discours normatif la notion de responsabilité sociale (et environnementale) de l'entreprise.

Dans un premier temps, nous avons tenté de démontrer que, même si l'entreprise ne possède pas à proprement parler les caractéristiques ontologiques de la personne morale, ses structures décisionnelles internes permettent de concevoir la firme comme un véhicule doté d'une certaine intentionnalité. Par ailleurs, ce constat ne permettrait pas incidemment de délester les individus y œuvrant de leurs responsabilités morales, mais permettrait au contraire de servir de base à la distribution de ces mêmes responsabilités à l'intérieur des structures hiérarchiques de l'entreprise.

Dans un deuxième temps, nous avons donc examiné quels pourraient être les effets de l'imputation de responsabilités morales dans le contexte nord-américain de la gouvernance d'entreprise. Nous avons scruté plus particulièrement l'apport de la théorie normative des parties prenantes en regard des obligations fiduciaires typiquement imparties aux gestionnaires d'entreprise. Au terme de notre analyse, il ne semblerait pas nécessairement justifié de chercher à modifier les structures de gouvernances traditionnelles des sociétés par actions. Néanmoins, à la lumière des développements de Boatright, Heath et Norman, l'entreprise et ses dirigeants auraient de facto certaines obligations morales envers leurs différentes parties prenantes. Suivant Heath et Norman, nous ne croyons pas que le discours normatif entourant la vague notion de partie prenante permette d'effectuer une analyse satisfaisante de ces obligations morales. À ce titre, les obligations morales des gestionnaires d'entreprise devraient être modulées en fonction de trois perspectives

d'analyses éthiques propres aux relations qui unissent chaque type de partie prenante à l'entreprise, soit coopérative, adversariale et politico-sociale.

Finalement, nous avons analysé avec plus de précision l'un de ces trois types de relation, celle de nature adversariale. Nous avons constaté qu'afin d'être en accord avec les valeurs d'efficiences sociales promues par les défenseurs du marché, les acteurs y œuvrant devraient moralement chercher à respecter un certain nombre de principes. Parmi ceux-ci, ne pas chercher à bénéficier des imperfections du marché, telles les externalités, les asymétries d'informations ou encore l'exploitation de toutes situations de contrôle de marché. Cela dit, nous avons également souligné que cette attitude se présente en rupture avec la plupart des pratiques actuelles. Malgré tout, bien que cette approche ne puisse à elle seule répondre à l'ensemble des défis empiriques et pragmatiques liés aux conditions intensives de la compétition internationale, elle semble être une perspective prometteuse à même d'orienter le comportement des agents moraux au sein de contextes compétitifs.

Chapitre 2

Sur les responsabilités morales et fiduciaires du Régime de retraite de l'Université de Montréal

L'Université, à titre d'institution d'enseignement supérieur et de recherche, œuvre à l'avancement et à la diffusion des connaissances, notamment, dans les domaines de l'environnement, du développement social et des droits de la personne tels qu'édictés dans la Déclaration universelle des droits de l'homme.

De par sa mission même, l'Université contribue au mieux-être des populations, tant montréalaise, québécoise, canadienne que mondiale. Elle se reconnaît une responsabilité, notamment par l'utilisation de ses ressources et ses activités, à l'égard de l'environnement, du développement durable et social ainsi que des droits de la personne.

L'Université, aux fins de favoriser l'innovation sociale et le développement durable des populations et des communautés de par le monde, soutient qu'une politique d'achat et de placement socialement responsables est une approche efficace pour appliquer les principes qu'elle défend.

En conséquence, l'Université encourage ses instances, la communauté universitaire, le RRUM et le Fonds de dotation, dans le respect des lois et règlements qui les régissent respectivement, à être sensibles et attentifs aux questions éthiques relatives à l'environnement et au développement social dans leurs décisions et activités.

Adoptée par le Conseil de l'Université de Montréal à sa 482e séance, le 3 novembre 2003

Au cours du mois de novembre 2003, l'UdeM s'est dotée d'une déclaration de principes sur les achats et les placements socialement responsables, laquelle stipulait que : « [l'Université] se reconnaît une responsabilité [...] à l'égard de l'environnement, du développement durable et social ainsi que des droits de la personne. » Cette déclaration de principe formulait, plus spécifiquement, la prescription suivante :

l'Université encourage ses instances, la communauté universitaire, le RRUM [régime de retraite de l'Université de Montréal] et le Fonds de dotation, dans le respect des lois et règlements qui les régissent respectivement, à être sensibles et attentifs aux questions éthiques relatives à l'environnement et au développement social dans leurs décisions et activités⁵⁰.

⁵⁰Comité aviseur sur les achats et les placements socialement responsables (CAAPSR) (2003) *Déclaration de principe*. Site internet : <http://www.caapsr.umontreal.ca/declaration.html>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Cependant, cet énoncé de politique ne précisait pas de mesures claires permettant de statuer en quoi les pratiques de l'institution seraient substantiellement modifiées à la suite de son adoption. Dans les faits, la seule disposition concrète mise de l'avant par l'UdeM fut de créer un *Comité aviseur sur les achats et les placements socialement responsables (CAAPSR)*; comité dont les mandats consistent essentiellement à proposer des critères d'évaluations, à avancer des pistes d'actions et à en faire la promotion⁵¹. Bien que ce dernier dispose d'un pouvoir de recommandation formel, il ne possède pas de pouvoir décisionnel sur les activités quotidiennes entourant la gestion des achats ou encore les placements de l'Université. La responsabilité d'opérationnaliser cet énoncé de politique incombe, au final, à d'autres instances de l'institution.

À ce titre, le Régime de retraite de l'Université de Montréal (RRUM), avec ses 2,25 milliards d'actifs, est incontournable. À la fin de l'année financière 2005, 78 % de ces actifs étaient investis au sein des marchés financiers canadiens dont 53 % en capital-actions⁵². Selon nos dernières estimations, le RRUM détenait directement les actions d'environ 750 entreprises différentes⁵³. Or, en supposant que les dirigeants du RRUM auraient effectivement l'obligation morale de chercher à maximiser les profits de la caisse de retraite, dans quelle mesure cette organisation devrait-elle et pourrait-elle réellement se reconnaître des obligations d'ordre social et environnemental?

⁵¹Comité aviseur sur les achats et les placements socialement responsables (CAAPSR) (2003) *Mandat*. Site internet : <http://www.caapsr.umontreal.ca/declaration.html>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

⁵²Régime de retraite de l'Université de Montréal (RRUM) (2006) *Rapport annuel 2005 du Régime de retraite*. Site internet : http://www.rrum.umontreal.ca/documents/documents/EtatsfinanciersRRUM2005_000.pdf, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007, p.7

⁵³Cette estimation nous provient d'un entretien avec Mme Andrée Mayrand, directrice de la gestion des placements du RRUM, le 19 octobre 2007. Rappelons qu'il s'agit essentiellement d'un ordre de grandeur puisque la gestion active à laquelle se prête le RRUM induit de perpétuelle fluctuation de nombre d'entreprises. Par ailleurs, mentionnons que ces estimations n'incluent pas les entreprises détenues par des fonds indiciels couvrant, par exemple le S&P 500 et le TSX 300. Il s'agit donc ici des actions gérées par les gestionnaires, mais directement détenues par le RRUM.

Une étude de cas

Dans le cadre de notre investigation morale sur la position que devraient adopter les régimes de retraite à l'égard des techniques proposées par le courant de l'ISR, il nous semble adéquat de contextualiser cette étude par l'examen plus approfondi de la structure de gouvernance et des pratiques du RRUM. Cette stratégie nous permettra, d'une part, de déterminer dans quelle mesure les analyses normatives de notre premier chapitre pourraient aussi s'appliquer aux régimes de retraite. D'autre part, elle nous fournira un cadre conceptuel afin d'examiner avec une plus grande acuité les problèmes normatifs caractéristiques des régimes de retraite en tant qu'actionnaires. À ce titre, le type de relation normative qui unit le RRUM à ses propres parties prenantes devrait être clarifié afin de déterminer si elles s'inscrivent dans une perspective compétitive, coopérative ou socio-politique. Comme le RRUM œuvre de manière significative au sein des marchés financiers, il appert important de déterminer de quelle manière ce dernier serait lié par les obligations morales du bon compétiteur et, par conséquent, au devoir moral d'éviter de bénéficier des imperfections du marché financier.

Par ailleurs, l'étude des structures et des défis de gouvernance caractéristiques du RRUM nous permettra de mieux situer les particularités du rôle des investisseurs institutionnels dans leurs rapports avec les entreprises. Rappelons que notre analyse normative de la théorie des parties prenantes démontre qu'il ne semble guère approprié de chercher à dépouiller les actionnaires de leurs pouvoirs de contrôle formels. En contrepartie, considérer les actionnaires comme seuls légitimes détenteurs de ces dispositifs de supervision oblige également à examiner la spécificité des obligations morales qui résulte de ces pouvoirs. Or, peut-on réellement parler de responsabilités lorsque les pouvoirs dont il est ici question sont, depuis les années 1930, considérés comme bénins par rapport à ceux des gestionnaires d'entreprises? Dans quelle mesure les actionnaires, en tant que propriétaires de ces entreprises, seraient-ils tenus d'en superviser les activités?

Au passage, le contexte fiduciaire de gouvernance du RRUM nous permettra d'analyser les contraintes associées au contexte de gouvernance fiduciaire caractéristique à ces organisations. Rappelons-le, cette disposition légale constitue une contrainte qui oblige les dirigeants à agir dans le meilleur intérêt de leurs actionnaires. Une telle contrainte légale, le plus souvent interprétée comme une obligation de maximiser les profits d'une caisse de retraite, ne rendrait-elle pas inopérante l'idée d'imputer des responsabilités morales d'ordre social et environnemental au RRUM et à ses dirigeants?

Afin d'examiner avec attention les divers aspects de cette problématique complexe, nous détaillerons les structures de gouvernance du RRUM. Par la suite, nous étudierons plus systématiquement un certain nombre d'arguments et de contre-arguments entourant l'attribution de responsabilités d'ordre morale au RRUM, à ses membres et à ses dirigeants. Finalement, nous explorerons la nature des contraintes légales et fiduciaires auxquelles est soumis le RRUM pour déterminer si ces dernières constituent un frein théorique ou non à l'application des dispositions propres à l'ISR.

2.1 Le RRUM et sa structure de gouvernance

Pour un employé ayant travaillé plus de trente ans et amassé des économies en prévision de sa retraite, il est légitime d'espérer que son pécule lui permettra de vivre ses vieux jours d'une manière décente. Les moyens sont multiples afin d'assurer une certaine sécurité financière pour la retraite, mais ceux-ci passent, le plus souvent, par des placements stratégiques au sein des marchés financiers. Avec une prévision de croissance à long terme de 8 % du marché mondial des actions⁵⁴, ce véhicule d'investissements est incontournable dans la constitution d'une planification financière à long terme. Selon cette optique, la plupart des grandes et moyennes entreprises, ainsi que la majorité des employeurs publics et parapublics, offrent à leurs employés de souscrire à un régime de retraite⁵⁵.

L'UdeM ne fait pas l'exception. À la fin de l'année 2005, le RRUM comptait environ 6500 membres actifs et près de 4000 membres inactifs⁵⁶. En termes juridiques, le RRUM est une « personne morale » distincte de ses membres et incorporée en vertu de la *Loi québécoise sur les régimes complémentaires de retraite* (L.R.Q. R-15.1)⁵⁷. Celui-ci entre dans la catégorie des régimes de retraite à

⁵⁴Ces estimations sont issues d'un communiqué de presse de l'entreprise de consultants en finance Watson Wyatt. Watson Wyatt (2007) *Croissance soutenue prévue par l'économie canadienne*. Site internet : www.watsonwyatt.com/canada-francais/news/press.asp?ID=14136, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

⁵⁵Manifestement, cette situation n'est certainement pas étrangère au fait que les seules prestations d'aide pour personnes retraitées des gouvernements canadiens (Pension de sécurité de vieillesse, Supplément du revenu garanti, Régime de pension du Canada) et québécois (Régime des rentes du Québec) sont, le plus souvent, jugées insuffisantes afin d'assurer une retraite confortable. Dans les conditions actuelles, un travailleur étant rémunéré au salaire industriel moyen (40 500 \$) au cours de sa vie active et prenant sa retraite à 65 ans n'obtiendrait l'équivalent que de 42 % de son ancien salaire en aide gouvernementale (Lisé, 2004 : 180). Habituellement, on juge qu'une retraite adéquate représente environ 75 % du salaire de la vie active (Rivest, 1995). Afin de se prémunir d'une chute draconienne de leur niveau de vie, nombreux sont les travailleurs à souscrire à des régimes complémentaires de retraite.

⁵⁶Régime de retraite de l'Université de Montréal (RRUM) (2006) *Rapport annuel du Comité de retraite 2005*. Site internet : <http://www.rum.umontreal.ca/documents/documents/Rapportannuelcomite2005.pdf>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007, p. 14

⁵⁷Cette nuance est importante à mentionner parce qu'au Canada, les régimes complémentaires de retraite doivent, en fonction d'un certain nombre de dispositions légales, s'incorporer tantôt au niveau fédéral, tantôt au niveau provincial.

prestations déterminées⁵⁸. Dans les termes de cette loi, un régime de retraite représente une entente de nature contractuelle entre divers participants souhaitant créer une société d'investissements dotée d'une mission spécifique :

Le Régime de retraite de l'Université de Montréal a pour but principal de procurer aux professeurs et aux employés visés des prestations de retraite viagères, payables périodiquement, en reconnaissance des services qu'ils ont ou auront rendus à l'Université dans le cours de leur emploi⁵⁹.

Afin de superviser l'atteinte de ces objectifs, la Loi québécoise prescrit un cadre de gouvernance à l'intérieur duquel les règlements et dispositions particuliers à chaque régime de retraite s'inscrivent, lequel doit minimalement comprendre une Assemblée de ses membres ainsi qu'un Comité de retraite.

L'Assemblée des membres du RRUM

Par définition, l'Assemblée des membres est ouverte à l'ensemble des cotisants et bénéficiaires du RRUM. D'ordinaire, celle-ci est obligatoirement tenue sur une base annuelle, elle peut également se réunir de manière ponctuelle lorsque les circonstances le requièrent. En vertu des articles 166 et 161 de la *Loi sur les régimes complémentaires de retraite*, les participants de cette assemblée exercent essentiellement trois pouvoirs : celui d'approuver toute modification aux textes constitutifs du régime; de procéder, s'il y a lieu, à l'élection d'un certain nombre de représentants au sein du Comité de retraite; et d'être informé de la situation financière du régime ainsi que de ses principales activités. Bref, leurs pouvoirs se limitent principalement au contenu formel et symbolique de la gouvernance du RRUM. Les membres ne sont donc pas directement impliqués dans l'administration

⁵⁸ « Le Régime de retraite de l'Université de Montréal (RRUM) est dit « à prestations déterminées », car le montant que vous recevrez chaque mois peut être connu à l'avance. Il est basé sur une formule qui tient compte de votre salaire, de vos années de service créditées et de votre âge au moment de la retraite. Vous pouvez donc compter sur ce revenu, peu importe les fluctuations de l'économie », Régime de retraite de l'Université de Montréal (RRUM) (2006) *RRUM en Bref*. Site internet : <http://www.rrum.umontreal.ca/>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

⁵⁹ Régime de retraite de l'Université de Montréal (RRUM) (2006) *Règlement du Régime de retraite de l'Université de Montréal*. Site internet : http://www.rrum.umontreal.ca/documents/documents/rgl_2006-09final.pdf, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007, art 1,01

du régime, puisque cette prérogative est généralement l'apanage du Comité de retraite et de leurs délégués (L.R.Q. chapitre R-15.1, a. 168).

Le comité de retraite

Le Comité de retraite possède un nombre de pouvoirs et de mandats beaucoup plus vastes (annexe B). Les textes du RRUM mentionnent notamment que ce dernier doit veiller à :

préparer ou faire préparer par le Comité de placement une politique de placement de la caisse de retraite et décider des placements conformément à cette politique et à la loi ou déléguer le pouvoir de décider ainsi des placements au Comité de placement.⁶⁰

Cette politique de placement doit normalement comprendre un grand nombre d'éléments encadrant la gestion des avoirs de la caisse de retraite. Parmi ces éléments, on compte le rendement espéré, le niveau de liquidité requis, le niveau de risque ainsi que les types d'actifs et leur répartition, puis, fait important, la manière dont le RRUM exercera ses droits de vote en tant qu'actionnaire (LRQ chapitre R-15.1, a.170).

Les administrateurs du RRUM agissent en tant qu'agents au bénéfice des principaux que sont les cotisants et bénéficiaires du RRUM⁶¹. Incidemment, ces agents auront la responsabilité fiduciaire : « [d']agir avec prudence, diligence et compétence, comme le ferait en pareilles circonstances une personne raisonnable (...) [et] d'agir avec honnêteté et loyauté dans le meilleur *intérêt* des participants ou bénéficiaires » (L.R.Q. chapitre R-15.1, a.151). Dans cet ordre d'idée, le comité de retraite est responsable de la coordination ainsi que de la direction générale

⁶⁰Extrait du Rapport annuel 2005 du Régime de retraite de l'Université de Montréal, Régime de retraite de l'Université de Montréal (RRUM) (2006) *Rapport annuel 2005 du Régime de retraite*. Site internet :

http://www.rrum.umontreal.ca/documents/documents/EtatsfinanciersRRUM2005_000.pdf, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007, p. 10

⁶¹Le type de relation qui unit les membres du RRUM aux membres du Comité de retraite peut également être entendu sous le vocable d'une relation d'agence : « *We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent* » (Jensen et Meckling, 1976: 310).

empruntée, il n'en demeure pas moins que ses membres délèguent habituellement l'exercice de ces tâches à des gestionnaires spécialisés dans le domaine de l'investissement.

Les gestionnaires de portefeuille

Règle générale, il existe deux manières d'assurer la gestion des actifs d'une caisse de retraite. Lorsqu'un régime de retraite s'acquitte lui-même, par le biais de ses propres employés, de la gestion de ses actifs, on désigne cette pratique sous la dénomination de gestion interne. Dans le cas contraire où le Comité de retraite choisit de déléguer la majorité de ses activités de placement à d'autres gestionnaires de portefeuilles ou fonds commun de placement, on désigne ce modèle de gestion comme externe (Crête et Rousseau, 1997 : 23). Habituellement, seuls les plus grands régimes de retraite procèdent à une gestion interne de leur fonds (Crête et Rousseau, 1997 : 24; Rebello, Adib et Blondin, 2000 : 48). En ce sens, les régimes d'une envergure plus modeste, tels que le RRUM, préféreront généralement faire appel à différents gestionnaires spécialisés selon les véhicules financiers ou les secteurs d'investissements. À titre d'exemple, le RRUM employait près d'une vingtaine de gestionnaires différents au cours de l'année financière 2005.

Au final, ces gestionnaires de portefeuille sélectionnent, en fonction des directives et politiques du Comité de retraite, les titres qui composeront les avoirs de la caisse de retraite du RRUM. Investis du pouvoir de gérer au quotidien les avoirs des membres du RRUM, ils se voient habituellement déléguer l'ensemble des droits de contrôle formels propres aux actionnaires, responsabilités fiduciaires qu'ils devront acquitter avec autant de prudence et de diligence que les membres du Comité de retraite puisqu'en bout de ligne « Celui qui exerce des pouvoirs délégués assume les mêmes obligations et la même responsabilité que celles qu'aurait eu à assumer le comité de retraite ou l'un de ses membres si le comité avait exercé lui-même ces pouvoirs » (L.R.Q. chapitre R-15.1, a.153).

Une structure fiduciaire complexe

Ainsi, l'étude de cette structure de gouvernance complexe nous permet de rendre compte de l'existence d'un parallèle important entre la gouvernance des sociétés par actions et la gouvernance des régimes de retraite. Dans ces deux cas, il existe des dispositifs faisant en sorte d'assurer la tenue d'une assemblée annuelle de tous les membres ou propriétaires de ces organisations. Il existe également une structure intermédiaire chargée d'assurer la supervision et la coordination générale des activités tandis que des gestionnaires sont affectés à la gestion courante des opérations. De surcroît, l'ensemble des individus délégués à l'administration ou à la gestion de ces institutions ont une obligation fiduciaire de veiller au meilleur intérêt des épargnants qu'ils représentent. En réalité, l'exploration de cette chaîne de gouvernance, certes simplifiée⁶², nous permet de comprendre l'importance et la prédominance de la relation de type fiduciaire tout au long de la transmission du pouvoir financier des membres au Comité de retraite jusqu'aux gestionnaires de portefeuille spécialisés, puis de ces mêmes gestionnaires de portefeuille aux conseils d'administration jusqu'aux hauts gestionnaires de la firme.

Sur la responsabilité des régimes de retraite

Considérant la comparabilité des structures de gouvernance des régimes de retraite et celles des sociétés par actions, un certain nombre de constats s'imposent. Premièrement, les régimes de retraite, à l'image des sociétés par actions, pourraient en tant qu'organisations être titulaires de responsabilités morales. Telles que nous l'avons préalablement exploré avec Rodin, ces responsabilités organisationnelles impliqueraient *a posteriori* un certain nombre d'obligations de niveau individuel.

⁶²À des fins méthodologiques, nous nous sommes abstenus de décrire dans le détail les nombreux autres intermédiaires, aussi importants soient-ils. Les vérificateurs comptables, gardiens des valeurs et autres intermédiaires, nous sont apparus secondaires dans la mesure où nous avons voulu mettre en relief l'apport des intermédiaires ayant la responsabilité fiduciaire la plus évidente et qui sont reliés aux choix d'investissements de l'investisseur institutionnel. Pour une description et une critique plus complète des intermédiaires du milieu de l'investissement, consultez Coalition pour la protection des investisseurs (2006) « *Pour éviter un autre Norbourg ... et voir au-delà* » : *Pour une politique national d'épargne et d'investissement*. Site internet : <http://www.giref.uqam.ca/coalition.php>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007.

Deuxièmement, à l'image des entreprises, les régimes de retraite auraient différents types d'obligations morales envers leurs parties prenantes, variant en fonction de la nature des relations les unissant. Troisièmement, les régimes de retraite, à l'image des entreprises, auraient aussi, dans le cadre de leurs relations compétitives, l'obligation de se comporter en bons compétiteurs. Une fois posés ces postulats, il importe de clarifier les rôles et les obligations morales du RRUM en tant qu'investisseur institutionnel.

2.2 D'une éthique du bon compétiteur à une éthique du bon superviseur

Passive property - notably, stock - increasingly loses its « capital » function. It becomes primarily a method for distributing liquid wealth and a channel for distributing income whose accumulation for capital purposes is not required. The Corporation may, and indeed is expected to, retain earnings for the maintenance and enlargement of its capital plant and operations. The stockholder's right to spend the income from or use the liquid value of his shares as he pleases is guarded as a defence of his right to order his own life.

*Adolf A. Bearle,
The modern corporation and the private Property
Préface de l'édition 1967*

Au détour des années 1930, Adolf A. Bearle et Gardiner C. Means allaient, dans un ouvrage central de la littérature financière américaine, faire une prédiction qui marquerait largement le milieu des affaires nord-américain. *The Modern Corporation and the Private Property* fut le premier ouvrage à détailler pourquoi et comment les grandes firmes américaines ont connu une transformation profonde de leur structure de gouvernance, désormais caractérisée par une séparation effective du contrôle et de la propriété des sociétés par actions. Cette division, aujourd'hui bien connue du monde des affaires, donne lieu au concept de propriété passive. Ainsi, la grande majorité des investisseurs possèdent désormais des parts d'entreprises non pas comme moyen de coordonner des activités productives, mais bien comme moyen de faire fructifier leurs avoirs.

Autrement, il est fascinant de constater que l'auteur considère ce renversement comme un moyen efficace de redistribuer la richesse et le bien-être collectif à un grand nombre de plus petits actionnaires. Bearle croyait que le passage de la possession des moyens de production d'une classe de grands propriétaires à une réorganisation plus « commune » et dispersée de la propriété contribuerait fortement à ce phénomène. Ainsi, malgré un certain nombre de correspondances structurelles entre les régimes de retraite et ces entreprises, il n'en demeure pas moins que ces organisations comportent des missions, objectifs et procédés

largement différents. Toutefois, la principale question à laquelle nous tâcherons de répondre dans cette section consiste à déterminer dans quelle mesure les régimes de retraite, en tant qu'actionnaires, ont à assurer une certaine responsabilité à l'égard des activités des entreprises au sein desquelles ils investissent. Pour ce faire, nous examinerons les principaux arguments limitant de manière significative l'octroi de telles responsabilités, pour ensuite examiner les arguments en faveur d'une plus grande responsabilisation des actionnaires.

2.2.1 Des limites de la responsabilité morale des actionnaires

Tel que nous l'avons évoqué, Bearle et Means avaient, semble-t-il, largement démontré que le contrôle effectif des hauts gestionnaires sur la conduite des grandes sociétés par actions américaines avait atteint des proportions extrêmes en raison de la répartition de leur propriété auprès d'un actionnariat très dispersé⁶³. Cet état de fait, et non les dispositions légales à proprement parler, laissait croire aux auteurs de l'ouvrage que le contexte américain des affaires était définitivement passé du modèle traditionnel de l'entrepreneur-proprétaire au paradigme de la séparation du contrôle et de la propriété au sein des sociétés par actions: « *Although shareholder nominally "own" the corporation, they have virtually no decisionmaking powers – just the right to elect the firm's directors and to vote on an exceedingly limited – albeit not unimportant – number of corporate actions* ». (Bainbridge, 2002 : 9) Dans ce contexte, les hauts gestionnaires d'une société par actions exercent une part très significative du contrôle des opérations quotidiennes de l'entreprise. D'autre part, les actionnaires, largement divisés, ne possèderaient qu'un pouvoir formel et relativement abstrait sur les activités de l'entreprise. Chercher à établir un lien de responsabilité morale entre les activités des actionnaires et celles des dirigeants de

⁶³À l'époque de Bearle et Means, les 200 plus grandes entreprises américaines détenaient approximativement 50 % de l'ensemble des actifs financiers (excluant les actifs bancaires) du pays. Or, parmi ces grandes entreprises, la majorité faisait l'objet d'un contrôle managérial effectif (Bearle et Means, 1932 : chap 3-4). Bainbridge ajoute : « *The growth of managerial control occurred, according to Berle and Means, because stock ownership was dispersed amongst many shareholders, no one of whom owned enough shares to affect materially the corporation's management* ». (2002 : 10)

sociétés par actions pose, dès lors, problème à deux niveaux. D'un côté, il n'est pas clair que ces investisseurs pourraient avoir un impact significatif sur les activités des entreprises. De l'autre, imputer trop de responsabilités morales aux actionnaires pourrait compromettre l'efficacité générale des marchés financiers.

Un impact limité

Un argument majeur pouvant être invoqué afin de limiter la responsabilité morale des membres du RRUM à l'égard des entreprises au sein desquelles ils investissent consiste précisément à invoquer cette absence de contrôle effectif. Puisque la participation du RRUM dans chaque entreprise dépasse rarement 0,1 % de la valeur totale de cette dernière⁶⁴, il apparaît difficile d'imputer au régime de retraite une responsabilité directe sur leurs activités. De plus, certains incitatifs juridiques font en sorte de limiter l'implication particulière d'un investisseur tel que le RRUM dans une compagnie donnée. En vertu de la loi canadienne sur les investissements, lorsqu'une organisation détient plus de 10 % des actions d'une entreprise, celle-ci acquiert un statut d'initié qui restreint sa capacité à négocier ses titres au sein des marchés financiers (Rousseau, 2007b : 13). Mais plus généralement, la répartition contemporaine de l'actionnariat démontre qu'une société par actions peut posséder des centaines de milliers, voire des millions d'actionnaires différents. En effet, l'influence formelle du RRUM sur une firme telle que Bombardier, qui compte au total plus de 1,7 milliards d'actions, demeure dans tous les cas proportionnellement très limitée⁶⁵.

Une division efficace

Dans le droit fil de Bearle et Means, les lois canadiennes et québécoises attribuent aussi une responsabilité limitée aux actionnaires :

⁶⁴Cette information nous fut confirmée lors d'un entretien avec Mme Andrée Mayrand, directrice, gestion des placements du RRUM, le 19 octobre 2007.

⁶⁵Bombardier (2007) *circulaire de sollicitation de procurations de la direction*. Site internet : <http://www.sedar.com/FindCompanyDocuments.do.consulté>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007, p. 2

Tel que mentionné précédemment, la société par actions possède une personnalité juridique distincte de ses actionnaires. [...] En principe, les actionnaires ne sont donc pas responsables des dettes de la société par actions, au plan de la responsabilité tant contractuelle qu'extracontractuelle. Leur responsabilité est limitée au montant versé sur leurs actions. (Crête et Rousseau, 2002 : 12-13)

En considérant le fait que la possession et le contrôle de la société par actions n'échoient (généralement) pas aux mêmes personnes, l'investisseur peut difficilement être tenu comme juridiquement, voire moralement responsable des décisions prises par l'exécutif. En conséquence, on considère traditionnellement limitée au montant d'argent investi dans une société par actions la responsabilité des actionnaires. Ces derniers ne pourraient pas être passibles d'aucune poursuite eut égard aux activités de l'entreprise (Bainbridge, 2002 : 12). Ce faisant, la personne et les biens de l'investisseur sont protégés de toute saisie ou poursuite en rapport avec les activités directes de la société par actions.

On argumente souvent que cette division des rapports entre gestionnaires et actionnaires favoriserait ainsi une division du travail plus efficace en permettant à ces spécialistes de se consacrer entièrement à leurs activités respectives. En effet, un particulier peut désormais investir dans une compagnie dans la simple perspective de rendements potentiels, et ce, sans avoir de charges décisionnelles eut égard à la gestion d'entreprise. L'enjeu de base pour l'actionnaire demeure conséquemment extérieur à toute la réalité interne de l'entreprise et se centre exclusivement sur la question d'acheter, de conserver ou de vendre ses actions. Cette situation permet aux investisseurs (les petits comme les grands) de se préoccuper essentiellement des impératifs de rendement et d'efficacité liés à la valeur monétaire de leurs avoirs. D'un autre point de vue, cette caractéristique fournit aux gestionnaires des sociétés par actions l'opportunité de planifier une stratégie d'affaires en comptant sur un apport de capital important ne résultant pas en une perte de contrôle directe des opérations de l'entreprise. Selon cette logique, une augmentation de l'imputabilité morale et juridique des actionnaires aurait inversement pour effet de limiter la propension de ces derniers à la prise de risque et limiterait, par conséquent, la disponibilité des capitaux pour de nombreux projets d'affaires.

2.2.2 Sur le rôle et les obligations morales des actionnaires institutionnels au sein des marchés financiers

Depuis les thèses de Bearle et Means beaucoup d'eau a coulé sous les ponts, le visage des marchés financiers nord-américains s'est radicalement transformé. À cet égard, l'un des facteurs déterminants ayant contribué à cette modification constitue sans nul doute l'importante émergence des investisseurs institutionnels. Sans pour autant radicalement modifier le postulat de la séparation du contrôle et de la propriété des grandes sociétés par actions, cet état de fait nous oblige désormais à reconsidérer les conceptions traditionnelles de la gouvernance d'entreprise ainsi que de réévaluer le rôle et les responsabilités morales des investisseurs institutionnels au sein de nos sociétés.

De l'importance des régimes de retraite

Dans les faits, il semblerait que Bearle n'avait pas tout à fait tort en prédisant une certaine répartition de la structure des capitaux au sein de la société américaine. En effet, nombreux sont les petits investisseurs à s'être regroupés sous la houlette des investisseurs institutionnels. Ces derniers occupent désormais une place de plus en plus prépondérante sur le marché des valeurs mobilières canadien et américain. À cet égard, certains chiffres sont particulièrement éloquentes. Party et Poitevin mentionnent que les investisseurs institutionnels possédaient 53 % des actions du marché américain en 1992 contre 23 % du même marché en 1955. Au Canada, les investisseurs institutionnels représentaient 35 % du marché canadien en 1992. Crête et Rousseau mentionnaient explicitement que cette part de marché était passée à 38 % dès 1995. Ils soulignaient que :

Les investisseurs institutionnels sont les participants les plus importants du marché des valeurs mobilières canadien. Ils détiennent une portion importante des actions des corporations publiques et remplacent progressivement les épargnants individuels comme principaux actionnaires de celles-ci. (Crête et Rousseau, 1997: 1)

Plus récemment, Andrée De Serres ajoutait :

On estime que plus de 70 % des actions en 1999 sont détenues par les investisseurs institutionnels sur les marchés américains. Ils contrôlent trois trillions de dollars en actions aux États-Unis, soit 60 % des actions des mille plus grosses entreprises. Les 75 plus importants contrôlent 44 % du pouvoir de vote (2004 : 111).

Or, la catégorie d'investisseur institutionnel détenant le plus d'actifs sur les marchés financiers demeure celle des régimes de retraite :

Looking at the mix of institutional investors, pension funds owned 40.7% of total U.S. equity assets in 2003, investment companies 22%, insurance companies 23.3%, bank and trust companies 11.7%, and foundations 2.4%. These percentages represent a change in the mix during the past 25 years as investment companies and mutual funds have grown the fastest (2.6% of assets in 1980 to 22% in 2003), followed by pension funds (32.6% in 1980 to 40.7% in 2003). At the same time, bank and trust companies have declined substantially (38.8% of total assets in 1980 to 11.7% in 2003⁶⁶.

Considérant l'importance des capitaux détenus par les investisseurs institutionnels, il n'est pas étonnant de constater que les régimes de retraite disposent de ressources professionnelles compétentes et d'un accès privilégié à de nombreuses sources d'informations spécialisées : « *The share market institutionalization means that the public company titles are now concentrated in the hands of financial institutions who bear both a greater expertise and economic scale than most of the individual savers.* » (Crête et Rousseau, 1997 : 4) Les investisseurs institutionnels sont moins vulnérables que les particuliers au constant problème de l'asymétrie des informations sévissant au sein des marchés financiers. À la lumière de ces données, il semble désormais évident que contrairement à la compréhension classique de Bearle et Means, les phénomènes de la croissance et de la convergence des investisseurs institutionnels nous obligent à reconsidérer leur impact, de plus en plus déterminant, sur les façons de faire des sociétés par actions.

⁶⁶Conference Board (2005) *U.S. Institutional Investors Boost Control of U.S. Equity Market Assets*. Site internet : http://www.conference-board.org/utilities/pressDetail.cfm?press_ID=2726, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Sur le rôle moral des investisseurs institutionnels en tant qu'actionnaires

Dans la plupart des théories morales contemporaines, la notion d'obligations morales s'impose dans un rapport d'altérité, dans la nécessaire relation à autrui⁶⁷. De fait, examiner d'éventuelles obligations morales imputables aux investisseurs nous oblige, en premier lieu, à considérer la spécificité des relations qu'ils entretiennent avec autrui, et notamment à clarifier la particularité du rôle de l'actionnaire au sein de la société en général⁶⁸. L'interprétation de ce rôle donne souvent à penser qu'il relèverait strictement de la sphère privée, de l'intérêt individuel. Cependant, l'actionnaire joue un rôle social très important au sein des marchés financiers :

Le rôle primordial d'un marché financier est de diriger les capitaux vers les projets d'investissements des entreprises qui sont en concurrence pour obtenir du financement. Pour que le marché remplisse pleinement son rôle, il doit être efficient, c'est-à-dire qu'il doit permettre aux entreprises qui ont les meilleurs projets d'investissements de recevoir les capitaux des investisseurs en premier aux conditions les plus avantageuses. L'efficience du marché a des conséquences importantes pour l'économie en ce qu'elle se traduit dans des coûts de financement plus faible. Un marché efficient permet aux épargnants de fournir leurs capitaux à faible coût, ce qui maximise le rendement qu'ils retireront de leurs fonds. Les entreprises qui ont des besoins de financement peuvent les combler au moindre coût dans un marché efficient, ce qui réduit le coût du capital et stimule les investissements. (Rousseau, 2007b : 3-4)

En résumé, dans le cadre d'un marché efficient, les projets d'investissements à même de créer de la richesse et une valeur ajoutée devraient avoir un bon accès aux capitaux nécessaires à son déploiement, tout en fournissant à terme un rendement adéquat pour les investisseurs. Inversement, les projets moins susceptibles de contribuer à la création de richesse collective n'auraient qu'un accès limité à ce type de financement et, ce faisant, offriraient des perspectives de rendement moins intéressantes pour les investisseurs. Cependant, le rôle des actionnaires ne s'arrête

⁶⁷En ce qui concerne l'abandon des devoirs de l'agent moral envers lui-même, nous nous inspirons ici des récents travaux de Daniel Weinstock (2006) et de Ruwen Ogien (2007).

⁶⁸Ainsi, tel que nous avons pu le constater en introduction, l'ensemble du discours actuellement généré sur la notion de la responsabilité sociale et environnementale d'un investisseur est centré autour du lien particulier qui unit l'actionnaire à l'entreprise. Or, il est important de spécifier que les capitaux propres (actions) ne constituent guère le seul type de véhicule financier largement employé au sein des marchés financiers (mentionnons notamment que les obligations d'épargne et les valeurs immobilières constituent également des actifs très prisés). Néanmoins, ce recentrement de la discussion autour de la responsabilité des actionnaires n'est probablement pas étranger au fait que les actionnaires possèdent un droit de contrôle formel sur les activités de l'entreprise.

pas là, car ces derniers disposent également d'un pouvoir de contrôle formel qui n'est pas à négliger.

Les mécanismes d'influence de la firme

Examiner le rôle des actionnaires impose de clarifier leur rapport d'influence avec les gestionnaires de firme placés au centre des processus décisionnels internes de l'entreprise. Crête et Rousseau mentionnent qu'il existe six mécanismes externes permettant d'orienter la gouvernance interne d'une entreprise : « Il existe des mécanismes de contrôle qui relèvent du marché et qui sont fondés sur le processus concurrentiel. Des instruments juridiques et préjuridiques complètent les mécanismes du marché et en renforcent l'efficacité. » (2002 : 403) Les auteurs de *Droit des sociétés par actions* énumèrent, d'une part, trois types de mécanismes marchands et d'autre part, trois mécanismes d'ordre juridique et préjuridique. Les mécanismes marchands sont le marché des biens et services, le marché du travail et le marché financier. Les trois autres leviers de contrôle sont le droit de vote des actionnaires, le conseil d'administration et l'environnement réglementaire. (Crête et Rousseau 2002 : 404-413) De fait, l'ensemble de ces mécanismes formerait le tissu normatif complémentaire gouvernant les initiatives et la prise de décisions s'exerçant au sein des sociétés par actions.

Dans ce contexte, il est important de remarquer l'influence des actionnaires sur trois des six mécanismes évoqués par Crête et Rousseau. Ils sont, comme nous l'avons évoqué, des acteurs de premier plan au sein des marchés financiers. Ils sont aussi les détenteurs de droits de vote au sein des assemblées d'actionnaires et, ce faisant, entérinent la composition du conseil d'administration. De surcroît, les actionnaires sont habituellement entendus comme les bénéficiaires du devoir fiduciaire des administrateurs, et *a fortiori* des gestionnaires, d'agir dans leur meilleur intérêt.

Le double rôle des actionnaires

On constate ainsi que les actionnaires ont un double rôle à l'égard de l'entreprise. D'une part, ils agissent au sein des marchés en allouant un financement aux meilleurs projets d'investissements. Ils peuvent être très mobiles et interagir avec les entreprises essentiellement par le biais des mécanismes et des protections fournies par le marché. D'autre part, ils sont également titulaires d'un contrôle formel qui s'exerce principalement par leur droit de vote et leur supervision incidente du conseil d'administration. Or, tel que nous l'avons préalablement remarqué, les agents moraux évoluant au sien d'un marché auraient, dans le cadre imparfait des institutions qui gouvernent les marchés publics⁶⁹, le devoir moral de souscrire à une éthique du bon compétiteur. Mais, de surcroît, en tant que propriétaires d'entreprises, les actionnaires se voient désormais confrontés aux obligations morales qui unissent un principal et son agent.

La relation d'agence et la transmission des devoirs moraux

Les relations d'agence créent un nombre important de problèmes lorsque vient le temps d'octroyer des responsabilités morales. Il arrive assez souvent que l'on perçoive un certain relâchement des limites morales propres aux acteurs s'inscrivant au sein d'une telle relation d'agence⁷⁰. Par exemple, des agents pourraient justifier certaines atteintes importantes à l'environnement ou encore à des groupes tiers par leur obligation de maximiser les revenus de leurs principaux, les actionnaires. D'un autre côté, les actionnaires soutiendront qu'ils n'ont pas de responsabilités directes quant aux opérations de la firme, le tout laissant l'impression d'une absence d'imputabilité morale. Comme le mentionnent Crête et Rousseau, des situations semblables peuvent également conduire les actionnaires à exiger des

⁶⁹À ce titre, il est utile de rappeler que ce problème peut être d'autant plus aigu d'un point de vue international dans un grand nombre d'États aux structures de gouvernance insuffisamment développées.

⁷⁰Mentionnons qu'une relation d'agence possède les caractéristiques propres de la relation fiduciaire, mais dépouillée de son sens intimement légal pour être entrevue d'une perspective plus strictement économique. (Jensen et Meckling, 1976 : 310)

gestionnaires qu'ils profitent du fait qu'un certain nombre de coûts sociaux ne concernent que les autres parties prenantes de l'entreprise : « la responsabilité limitée diminuera l'intérêt des actionnaires à voir leur société investir au niveau optimal de ressources dans des mesures de sécurité puisqu'ils n'assumeront pas entièrement les pertes résultant des préjudices causés par leurs activités ». (2002 : 116) Ce vide moral ne justifie pas de manière satisfaisante la non-reconnaissance de responsabilités pour ces deux parties :

Conflicts like these often involve externalities in, which the cost of an activity imposes a cost on third parties. Becoming an agent, then, does not free one from all other moral constraints, and, in particular, it does not free one to impose externalities in order to benefit a principal.

Moreover, agents are limited by the same moral restraints may apply to principals themselves, and so principals have no right to engage agents to do what they themselves would not be permitted to do. (Boatright, 1999 : 52)

À ce titre, un principal confiant ses avoirs à un agent n'est pas nécessairement habilité à se libérer des contraintes morales qui encadrent le déroulement normal de vie en société, pas plus que cela n'en libère l'agent. Bref, le cadre de la réflexion morale qui entoure la relation d'agence, caractéristique de la relation entre actionnaires et gestionnaires, doit aussi conserver et mettre de l'avant des arguments substantiels issus des impératifs de justice et de moralité. Au-delà d'une logique strictement instrumentale, le contexte de la relation d'agence impose donc, en avant-plan, la reconnaissance des contraintes de nature morale par rapport aux obligations d'efficacité économique prescrites dans le cadre d'une relation fiduciaire (De Georges, 1992 : 63). Évidemment, une telle perspective engendre, au sein du domaine des affaires, nombre de problématiques.

Afin de clarifier ce propos, Heath propose quelques distinctions intéressantes entre les notions de *permission* et d'*obligation* morales :

What critics of the agency perspective generally fail to note is that agency relations can serve as a genuine source of moral obligation in one important sense – agency relations can transform actions that are merely permissible for a principal into ones that are obligatory for the agent (2007 : 34).

En considérant cette particularité, Heath clarifie la manière dont devrait s'opérer la transmission des responsabilités morales des principaux (les actionnaires ou encore

les membres du RRUM) aux agents (administrateurs et gestionnaires d'entreprise, ou membres du Comité de retraite et gestionnaires de portefeuille) :

1. Ce qui est obligatoire pour un principal est également obligatoire pour l'agent;
2. Ce qui est permis pour un principal se transforme en obligation pour l'agent;
3. Ce qui est interdit au principal est également interdit pour l'agent* (2007 : 35)

Là où un investisseur a généralement la permission de rechercher le profit, l'agent, lui, aurait une obligation de déployer tous ses efforts au déploiement de cette activité. Bien que cette caractéristique puisse sembler extrêmement exigeante du point de vue de l'efficacité, il n'en demeure pas moins que, contrairement à ce qui pourrait être induit par les multiples pressions émanant du milieu des affaires, les interdictions et les obligations morales du principal deviennent aussi celles de l'agent et représentent par ce fait même des contraintes tout aussi importantes.

Un devoir de supervision

Au final, un agent demeure lui aussi lié par les obligations et les interdictions morales propres au principal, telle pourrait l'être une éthique du bon compétiteur. De même, le principal ne pourrait exiger de celui-ci qu'il les transgresse à son avantage. Cependant, dans un contexte où il est généralement admis que l'exploitation des défaillances du marché fait partie des stratégies de base des activités économiques des firmes, l'univers de l'investissement est confronté à un certain nombre de problèmes éthiques d'ordre systémique. Parmi ceux-ci, il est probable que les plus importants ne puissent être réglés que par une action législative et uniforme des gouvernements (Heath et Norman, 2004). Toutefois, dans la mesure où la loi et son application demeurent dans tous les cas imparfaites et contraintes par des limites importantes, serait-il possible de poser l'existence d'un certain nombre d'obligations

* Traduction libre.

morales pour le RRUM et ses semblables? Considérant l'importance des sommes administrées par les investisseurs institutionnels et la présence de ces problèmes éthiques systémiques, les régimes de retraite, tel le RRUM, pourraient avoir l'obligation morale de veiller, dans la mesure de leurs capacités, à une supervision plus étroite des activités des entreprises. Dans cet ordre d'idées, Dennis Thompson mentionnait l'importance de concevoir une telle éthique de la supervision :

The question asked in practical ethics most often take this form: What is the right thing to do? But equally important is a question that is less often asked: What is the right thing to do when others do not do what they ought to do? The ethics of oversight addresses this question. It focuses on the moral responsibility for seeing that other people act rightly and, when they do not, the responsibility for acting to correct the problem. (2005 : 245)

Or, l'acte de supervision requiert une force normative, elle-même tributaire de la capacité d'influence du superviseur. Le RRUM possède-t-il un impact susceptible de modifier le comportement des entreprises au sein desquels il investit?

Des régimes de retraite aux fonds communs de placement

Tel que mentionné, le RRUM ne possède que très rarement plus de 0,1 % des actions d'une entreprise donnée⁷¹. Cet état de fait témoigne de l'influence limitée du RRUM sur les activités des entreprises au sein desquels il investit, mais rappelons malgré tout que ce dernier fait partie d'une catégorie d'institutions qui détient une part significative des actifs des entreprises nord-américaines. Au-delà de la mission spécifique des régimes de retraite de fournir les ressources économiques nécessaires aux vieux jours de leurs membres, ces institutions possèdent collectivement une influence majeure sur les façons de faire des marchés financiers nord-américains. À ce titre, Rousseau mentionne l'importance de ces investisseurs institutionnels dans la transmission efficace d'informations de premier ordre au sein des marchés financiers :

l'information qui a moins de notoriété, soit en raison de sa diffusion plus restreinte, soit en raison de sa complexité, fait son chemin rapidement dans le cours des titres par les transactions effectuées par des investisseurs professionnels (« transactions des professionnels »). Un investisseur

⁷¹Cette information nous fut confirmée lors d'un entretien avec Mme Andrée Mayrand, directrice, gestion des placements du RRUM, le 19 octobre 2007.

professionnel qui dispose d'une telle information à l'égard d'un titre transigera pour profiter de son avantage informationnel, l'achetant s'il estime le titre sous-évalué ou le vendant dans le cas contraire. Puisque l'investisseur professionnel transige sur des volumes importants, l'opération ne passera pas inaperçu et aura immédiatement un impact sur le cours du titre en cause, lequel s'ajustera en fonction de l'information ainsi révélée. La vitesse de cet ajustement sera décuplée lorsque de nombreux investisseurs professionnels transigeant au regard de la même information. (Rousseau, 2007b : 12).

Compte tenu du type de gestion externe pratiquée par le RRUM et par de nombreux autres régimes de retraite de moyenne envergure, il est possible d'affirmer que ces derniers sont à même d'exercer une influence majeure sur d'autres acteurs institutionnels importants des marchés financiers : les fonds communs de placement. D'un point de vue plus strictement canadien, la Coalition pour la protection des investisseurs déclarait que : « les dix principales sociétés offrant des fonds communs au Canada géraient près de 78 % de l'actif des fonds canadiens » (2006 : 6). Or, le RRUM interagit de façon directe avec au moins un de ces imposants gestionnaires, en tant que client de la firme Gestion de placements TD inc.⁷² Ainsi, même si la participation du RRUM demeure proportionnellement mince, rien ne nous laisse croire qu'il serait impossible de contribuer au développement de nouvelles pratiques financières au sein du milieu de l'investissement canadien en cherchant à influencer ces gestionnaires dont l'un des plus important du Canada.

2.2.3 Remarques finales sur les responsabilités morales du RRUM

Au terme de cette brève analyse du contexte nord-américain de la finance, nous ne croyons pas que la conception traditionnelle selon laquelle le fait que le contrôle et la propriété des grandes sociétés par actions soient largement séparés

⁷²Selon le *Rapport annuel 2006* du RRUM la firme Gestion de placements TD inc. fait effectivement partie des principaux gestionnaires du Régime de retraite. Or, selon le tableau *Relative Position of Members - Mutual Fund Assets* du *Investment funds institute of Canada* cette firme aurait été en 2005 la 4^e plus grande société de fonds commun de placement avec une gestion d'actifs dépassant les 43 milliards.

Régime de retraite de l'Université de Montréal (RRUM) (2007) *Rapport annuel 2006 du Régime de retraite*. Site internet : http://www.rum.umontreal.ca/documents/documents/Rapport_Annuel-final_2006.pdf, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Investment funds institute of Canada (2005) *Relative Position of Members - Mutual Fund Assets*. Site internet : <https://statistics.ifcmembers.ca/English/reports/2005/12/public/relativepos.xls>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

permet aux actionnaires d'évacuer toute obligation morale en ce qui a trait aux activités de ces mêmes entreprises. De fait, l'objection selon laquelle le RRUM ne pourrait pas avoir un impact significatif sur les activités de l'entreprise perd de sa consistance dans la mesure où l'ensemble des régimes de retraite canadiens et américains bénéficient collectivement d'un levier important sur la gouvernance des entreprises nord-américaines. Évidemment, on peut toujours argumenter que même si le RRUM détient plus de 700 millions de dollars au sein du marché des capitaux propres canadiens⁷³, cette somme demeure proportionnellement peu significative sur l'ensemble du marché canadien. Malgré cela, il demeure important de souligner qu'en tant que régime de retraite, le RRUM se trouve au sein d'une zone d'influence potentiellement significative et que ne pas assumer ce statut équivaldrait à faire preuve de négligence.

À cet égard, notre analyse de la relation d'agence démontre que les objections liées aux problèmes de l'efficacité des marchés n'ont pas nécessairement préséance sur les obligations et interdictions morales qui caractérisent une relation d'agence. Cependant, l'inclusion de telles considérations morales dans le cadre de la gestion des actifs du RRUM demeure confrontée à une réalité financière importante. Non sans raison, les politiques financières, méthodes et procédures des investisseurs institutionnels, sont orientées en fonction de la création de profits. (MacDonald et Norman, 2004)⁷⁴ De fait en détaillant la chaîne de gouvernance caractéristique au RRUM nous avons aussi démontré l'importance de la notion de responsabilité fiduciaire. Par conséquent, il importe d'examiner davantage les contraintes légitimes que pourrait générer la conciliation des obligations fiduciaire avec celles de bons superviseur et compétiteur.

⁷³Cette information nous fut confirmée lors d'un entretien avec Mme Andrée Mayrand, directrice de la gestion des placements du RRUM, le 19 octobre 2007.

⁷⁴ Rappelons que selon ces auteurs, l'unicité de cet objectif permettait d'emblée de mieux évaluer leur performance, ce qui permettrait d'améliorer l'efficacité économique de la société par actions.

2.3 Responsabilité fiduciaire et obligations morales

Tel que nous l'avons préalablement évoqué, dans un contexte où des agents moraux gèrent le patrimoine financier d'autrui, il est le plus souvent entendu que les individus délégués à la gestion de ces avoirs auraient la stricte obligation fiduciaire de chercher à maximiser la valeur des actifs leur étant confiés. Aux dires de Crête et Rousseau (1997), l'interprétation classique des lois canadiennes et québécoises à l'égard de la notion de responsabilité fiduciaire des gestionnaires de régime de retraite consiste effectivement à agir dans le meilleur intérêt financier de son mandataire. À ce titre, le Rapport du groupe de travail sur les achats et les placements socialement responsables de l'UdeM soulignait que :

L'analyse des meilleures pratiques dans les institutions universitaires canadiennes a démontré qu'afin de remplir leurs devoirs de fiduciaires, tous les investisseurs visent à maximiser le rendement financier du fonds compte tenu d'un niveau acceptable de risques. Conséquemment, dans la gestion d'une caisse de retraite, les considérations non financières ne peuvent avoir préséance sur les considérations de rendements et de risque⁷⁵.

La politique de placement du RRUM dit clairement que « l'objectif de la Caisse est d'optimiser le rendement total de la Caisse par des investissements de qualité et de liquidité adéquate, tout en maintenant un niveau de risque approprié. Chaque gestionnaire devra poursuivre cet objectif à son niveau, en fonction de son mandat respectif. » En ce sens et conformément à leur mandat, les gestionnaires de portefeuille du RRUM font en sorte que les considérations non financières n'ont jamais préséance sur les considérations financières⁷⁶.

Dans la mesure où le respect des obligations du bon compétiteur et du bon superviseur implique de mettre de l'avant des « considérations non financières » et dans la mesure où celles-ci pourraient éventuellement générer des coûts d'exploitation supérieurs aux pratiques traditionnelles⁷⁷, il pourrait être juridiquement inapproprié pour les dirigeants du RRUM de vouloir contraindre les

⁷⁵Groupe de travail sur les achats et les placements socialement responsables (2002) *Rapport du groupe de travail sur les achats et les placements socialement responsable*. Site internet : www.caapsr.umontreal.ca/documents/rapport_final_GTARP.pdf, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007, p.19

⁷⁶Ibid, p. 30

⁷⁷Parmi les principales raisons les plus couramment mentionnées afin d'alléguer que l'ISR représenterait de facto des coûts supplémentaires, mentionnons les coûts reliés à l'évaluation éthique des entreprises et les coûts potentiels d'une sous-diversification des placements. Cependant, nous étudierons de plus près ces arguments dans le cadre du troisième chapitre.

activités de leurs gestionnaires en raison de considérations d'ordre moral non strictement liées à cet objectif.

À l'opposé de cette interprétation traditionnelle des implications de la responsabilité fiduciaire, un certain nombre de considérations permettent de réévaluer avec un peu plus de souplesse l'impossibilité théorique de concilier responsabilité fiduciaire et obligations morales. D'une part, il importe de remarquer que de veiller au meilleur intérêt économique des membres du RRUM ne représente pas en soi un mandat excluant la reconnaissance d'autres obligations morales et la mise en place de pratiques conformes à l'ISR. D'autre part, il est aussi possible de remettre en question la notion de meilleur intérêt comme étant strictement financier.

2.3.1 Une interprétation souple de la notion de meilleur intérêt fiduciaire

Dans un premier temps, l'on doit faire une importante nuance par rapport à la notion d'obligation fiduciaire et son interprétation classique de la notion du meilleur intérêt des participants comme étant strictement économique. Même s'il faut bien admettre que considérer cet intérêt comme purement économique permet de se rapporter au plus petit dénominateur commun de l'identité des participants au régime de retraite, il va sans dire qu'une telle conception identitaire des membres du RRUM demeure très réductrice. Pourquoi ne serait-il pas possible de considérer, de façon limitée, d'autres intérêts communs caractéristiques aux participants du RRUM.

Dans cette veine, les membres du RRUM sont tous des travailleurs et partagent probablement tacitement des principes communs et une approche similaire en ce qui concerne les normes minimales du travail? Peut-être sont-ils enclins à reconnaître et protéger les droits de la personne les plus fondamentaux? Peut-être partagent-ils également un intérêt commun pour le développement durable, comme le laisse entendre la déclaration de principes adoptée par l'UdeM? Bref, s'il existe de bonnes raisons pour les fiduciaires de vouloir se limiter à l'intérêt économique

des principaux qu'ils représentent, il n'en demeure pas moins que les « réels » propriétaires collectifs des biens gérés par les dirigeants et mandataires du RRUM sont également des citoyens susceptibles de défendre certaines conceptions de la justice. Que ce soit par l'issue d'une démarche abstraite inspirée de la théorie de la justice rawlsienne (Rawls, 1973; 2004) ou encore à l'aide d'une éthique de la discussion d'inspiration habermassienne (Habermas, 1971, 1987, 2001), il semble possible de concevoir qu'une collectivité politique donnée, en l'occurrence les membres du RRUM, puisse confier à leurs dirigeants des mandats exigeant le respect de contraintes morales fondées sur des conceptions communes de la justice.

En contrepartie, il est vrai qu'il ne s'agit pas nécessairement de la prérogative des fiduciaires de s'investir du droit de sacrifier des profits pour une cause sociale et/ou environnementale. Mais dans la mesure où leurs mandataires en exprimeraient clairement le souhait par les structures de gouvernance appropriées les fiduciaires ne feraient que remplir leurs mandats, sans pour autant contrevenir à l'esprit de la loi.

2.3.2 Une interprétation souple de la notion de bon profit

Même si l'on pose que la responsabilité fiduciaire des dirigeants d'une organisation telle que le RRUM est essentiellement orientée vers une conception économique du meilleur intérêt des participants, la question de déterminer en quoi consiste une bonne performance économique reste ouverte. En règle générale, les analystes financiers planifient leurs stratégies d'investissements à l'aide de trois types d'indicateurs clés : le prix de l'action, le risque s'y rattachant et les gains en dividendes qu'elle génère (Hudson, 2005 : 645). Or, la détermination de ce qui constitue en termes absolus un bon profit demeure essentiellement contingente, difficilement prédictible et inclut de nombreux facteurs de risques.

Évaluation de la performance

Devant ce constat, il importe aux membres du Comité de retraite de choisir avec attention les gestionnaires qu'ils engagent. La capacité des membres à évaluer correctement la performance financière des gestionnaires avec qui elle fait affaire est déterminante. L'embauche de gestionnaires peu performants pourrait sérieusement compromettre les calculs actuariels du Régime de retraite et même nuire à l'intégrité financière de ses membres et de l'employeur responsable du régime. Manifestement, cette tâche n'est pas aisée. Les performances des marchés financiers sont souvent fluctuantes, les directives de placements variées et le niveau de tolérance au risque exigé de chaque gestionnaire peut différer d'une situation à l'autre. Le moyen le plus couramment utilisé afin d'évaluer la performance d'un gestionnaire de portefeuille consiste essentiellement à effectuer des études comparatives entre ses résultats et ceux de compétiteurs œuvrant au sein d'univers d'investissements aux caractéristiques similaires (Crête et Rousseau, 1997 : 51). Au final, une bonne performance économique au sein des milieux financiers s'établit généralement dans une perspective relative et non absolue.

Une fois ce critère comparatif de bonne ou de mauvaise performance établi, le RRUM peut évaluer adéquatement le travail de ses gestionnaires et entreprendre des actions en conséquence. En l'occurrence, dans des cas de sous-performance, le RRUM entreprendra-t-il des recours juridiques à l'encontre de ses mauvais gestionnaires? Non, en réalité il est plutôt rare que les membres d'un régime de retraite aient recours à la protection légale que fournit la notion de meilleur intérêt fiduciaire contre un gestionnaire sous performant⁷⁸. À cet égard, le RRUM use plutôt

⁷⁸Ironiquement, le RRUM est présentement engagé dans une situation complexe de recours légaux de cet ordre. En effet, les membres du comité de placement, un sous-ensemble du Comité de retraite, du RRUM font l'objet d'un recours collectif des membres du RRUM en raison de la disparition de plus de 100 millions des actifs de la caisse de retraite à la suite de la fraude massive de l'un des gestionnaires embauchés par ces derniers. Or, les circonstances de ce recours divergent de celles que nous avons préalablement décrites puisqu'il n'est pas simplement ici question d'une gestion sous-performante, mais bel et bien d'enjeux concernant une fraude massive. Néanmoins, cet état de fait nous permet de constater les difficultés d'efficience liées aux recours juridiques dans une situation d'investissements. Malgré le fait que les actes frauduleux du gestionnaire américain aient

des mécanismes du marché en ne sollicitant plus les services de gestionnaires sous-performants pour confier leurs avoirs aux plus performants. Il en résulte, par conséquent, une compétition à la performance entre ces gestionnaires qui favorise les intérêts du RRUM⁷⁹.

Le « Business judgment rule »

Dans les milieux judiciaires, l'une des difficultés les plus connues constitue la règle informelle du « Business judgment rule ». Dans les faits, cette règle informelle stipule que les gens d'affaires sont habituellement plus compétents que les magistrats pour reconnaître un bris de responsabilité fiduciaire : « *Under the business judgment rule, the courts will not second-guess managers' business judgment about what conduct is in the best interest of the corporation unless those managers have conflict of interest.* » (Elhauge, 2004 : 28). Incidemment, il n'est pas aisé de condamner un gestionnaire de portefeuille pour ne pas avoir réussi à assurer un bon profit s'il n'a pas explicitement agi à l'encontre de politiques internes, de règlements, de lois, ou qu'il n'a pas été pris en conflit d'intérêts flagrant. En ce sens, comme Boatright le mentionnait, la protection fiduciaire dont bénéficient tantôt les actionnaires ou les membres de comités de retraite semble effectivement être de l'ordre du dernier recours dans un contexte de grandes asymétries d'informations et d'incomplétude contractuelle (2006). Dans ce contexte, nous posons l'existence d'une marge de manœuvre légale aux dirigeants du RRUM en ce qui a trait à la définition d'un bon rendement financier.

fait l'objet d'une enquête de la SEC dès 2003 et qu'à pareille date le Comité retraite ait lui-même déposé une accusation envers ledit fraudeur, aucune de ces poursuites n'étaient réglée en octobre 2007.

⁷⁹Aux dires de Mme Andrée Mayrand, directrice de la Division gestion et placements à l'UdeM, les performances de chaque gestionnaire sont réévaluées par les analystes du RRUM à chaque mois. De plus, à chaque trimestre une firme d'évaluation externe vient appuyer le travail de ces derniers. Dans la mesure où les ententes unissant les RRUM à chacun de ses gestionnaires externes demeurent d'une durée indéterminée, les gestionnaires peuvent donc être remplacés en cas de performances jugées insatisfaisantes. Ces informations proviennent de propos recueillis lors d'un entretien avec Mme Mayrand le 19 octobre 2007.

Des gestionnaires en compétition

Puisqu'il est relativement difficile de s'appuyer seulement sur des processus légaux pour garantir le respect des obligations fiduciaires par des dirigeants d'entreprise, les régimes de retraite comme le RRUM font généralement appel à des processus de nature concurrentielle pour stimuler l'intérêt des gestionnaires à obtenir un bon profit. Compte tenu de l'évaluation mensuelle dont font l'objet ces gestionnaires, ces procédures tendent à maintenir une pression de rentabilité à court terme et à favoriser une approche économiquement agressive. S'agit-il d'une situation qui en réalité contrasterait avec la mission à long terme qui caractérise les objectifs fondamentaux d'un régime de retraite : soit de fournir sur le long terme des prestations de retraite à l'ensemble de ses membres du régime de retraite? Sethi le croit. En effet, celui-ci évoquait le risque de biais méthodologique que pouvait entraîner de telles façons de faire :

Current measurement of future risk assessment invariably understates, and quite often completely overlooks, these long-term risks because of the inherent bias towards short-run on the part of financial intermediaries whose compensation depends greatly on short-term results. (2005 : 99).

À ce titre, il est intéressant de remarquer que selon Davis, Lukomnik et Pitt-Watson, les nombreuses transactions à court terme effectuées par les divers intermédiaires du marché financier ne sont pas toujours à l'avantage de leurs clients : « *Today, the average annual turnover at mutual funds in no less than 110 percent. And the industry wastes an estimated \$100 billion in investor money each year on excessive commissions, unnecessary trading* ». (2006, 73). Ainsi, malgré l'obligation théorique de souscrire à une responsabilité d'ordre fiduciaire, l'industrie de la finance est victime d'un biais pour le court terme qui malheureusement favorise parfois plus les intermédiaires que les réels destinataires de ces dites transactions (Boatright, 1999).

2.3.3 Remarques finales sur la notion de responsabilité fiduciaire

Afin de nuancer l'importance accordée à l'obligation de type fiduciaire par rapport aux autres exigences liées à une éthique de la supervision et de la bonne compétition, nous avons invoqué plusieurs arguments. L'intérêt que devrait défendre

les fiduciaires peut ne pas nécessairement être strictement orienté autour du meilleur intérêt financier des membres, mais pourrait également recouper un mandat plus vaste dans la mesure où les membres du RRUM l'exprimeraient clairement. De plus, la notion de meilleur intérêt financier est elle-même sujette à une analyse comparative et les procédés d'évaluation de la performance mis en place par le RRUM. Centrée sur le court terme, ce type de gestion financière provoque parfois un biais pour le court terme exposant les caisses de retraite à des abus. Malgré tout, arguer une potentielle inefficience de cette compétition financière à court terme ne justifie pas pour autant de diminuer l'importance des considérations économiques *per se*. Cette critique permet cependant de concevoir qu'il existe une pluralité de moyens pour remplir les mandats fiduciaires octroyés aux gestionnaires et que, parmi ceux-ci, l'inclusion de l'information et des dispositifs propres à l'ISR n'entre pas nécessairement en opposition avec cet objectif. Peut-être même que l'inclusion de ces dispositifs permettrait en bout de ligne d'adopter des modèles d'évaluation de performances plus axés sur le long terme et sur une réduction du roulement de transactions des fonds du RRUM, mais cela ne reste encore qu'une hypothèse.

Conclusion : Chapitre 2

L'examen des structures de gouvernance propres au RRUM nous a bien permis de rendre compte de l'importance et de la complexité de la chaîne de délégation fiduciaire qui unit les membres aux délégués du RRUM jusqu'aux gestionnaires d'entreprises. À l'image des entreprises, nous avons aussi souligné que les régimes de retraites peuvent être dotés de responsabilités morales et, par conséquent, que leurs membres et dirigeants possèdent également des obligations en fonction du type de relations qui unissent ces différentes parties prenantes au régime de retraite. En étudiant avec plus de précision le rôle du RRUM en tant qu'actionnaire disposant à la fois de recours d'*exit* et de *voice*, nous en sommes venus à la conclusion que celui-ci aurait dès lors l'obligation de se conformer, dans les limites de ses capacités, à la fois aux principes d'une éthique de la bonne compétition, mais également à une éthique du bon superviseur.

Puis, nous avons examiné la difficulté que pouvait représenter l'interprétation classique de la responsabilité fiduciaire des dirigeants du RRUM envers leurs membres. En fin de compte, il ne semble pas clair que cette notion interdit le respect d'une éthique du bon compétiteur et de la bonne supervision, par l'introduction et l'application de critères extrafinanciers dans les activités d'investissements du RRUM. Néanmoins, la conciliation de l'ensemble de ces obligations cause toujours problèmes dans la mesure où au final il importe aux dirigeants du RRUM de parvenir à réaliser de bons profits.

Afin de clarifier avec plus de précision comment le RRUM, ses membres et ses dirigeants pourraient concilier obligations morales et financières, nous tâcherons d'examiner dans notre troisième chapitre si les outils pratiques fournis par le courant de l'ISR permettent réellement de contribuer à la résolution de cette impasse morale.

Chapitre 3 - L'investissement socialement responsable et ses méthodes

Au cours de nos deux premiers chapitres, nous avons discuté de la structure de gouvernance des sociétés par actions et du RRUM et y avons constaté l'importance du rôle des relations de type fiduciaire. De même, nous avons tenté de clarifier le rapport des obligations morales entre actionnaires et gestionnaires d'entreprises. D'un point de vue moral, nous avons conclu que, compte tenu des vecteurs d'influence normative dont ils disposent, les actionnaires devraient considérer avec plus de rigueur une éthique de la bonne compétition et de la bonne supervision. Nous avons également déterminé que les responsabilités fiduciaires des dirigeants du RRUM sont généralement évaluées en fonction des performances financières des Régimes de retraite d'envergure comparable. Le principal problème que nous aborderons dans ce chapitre consistera à déterminer si les moyens proposés par le courant de l'ISR permettent réellement aux investisseurs de réaliser le double objectif d'adopter une démarche moralement plus responsable ainsi qu'une performance financière adéquate et, si oui, à quelles conditions.

Afin d'y parvenir, nous tenterons successivement de cerner les objectifs de chacune des méthodes proposées par le mouvement de l'ISR. Puis, nous mettrons en évidence les principales critiques soulevées contre ces pratiques et en évaluerons subséquemment la pertinence. Rappelons qu'on retrouve habituellement trois différentes stratégies associées à l'ISR, soit : les filtres d'investissements, l'actionnariat engagé et l'investissement communautaire. (Kurtz, 1997; Sethi, 2005) Cependant, tel que nous l'avons souligné au cours de notre introduction, nous nous concentrerons plus particulièrement sur les enjeux normatifs concernant les filtres d'investissements éthiques et l'actionnariat engagé.

3.1 Sur les filtres d'investissements

Les filtres d'investissements éthiques représentent probablement la plus connue des pratiques de l'ISR. Règle générale, ces filtres d'investissements fonctionnent selon deux mécanismes de base : les filtres dits « négatifs » excluent certains titres d'entreprises, alors que les filtres dits « positifs » procèdent de manière inverse par l'inclusion de titres. Règle générale, les filtres positifs sont utilisés afin d'inclure des compagnies généralement considérées comme à l'avant-garde en terme de RSE, tandis que les filtres négatifs seront plutôt employés afin d'exclure systématiquement certains secteurs d'industries considérés comme non-éthiques (alcool, tabac, pornographie, production d'armes, énergie nucléaire, OGM, etc.)⁸⁰. Autrement, certaines organisations ont également développé de manière plus intégrée des filtres basés sur la performance générale d'une entreprise :

One example of this approach is an index-based portfolio selection where companies meet certain baseline criteria of sustainability; social responsibility; and minimization of externalities in issues pertaining to environmental protection. They may also include related issues of human rights protection and fair treatment of workers in poorer countries. These investors screen companies for socio-economic and environmental goals having first meeting their financial goals. Other investors may choose a different approach where in a company is excluded from the investment pool because of the very nature of its core business, i.e. tobacco, or engage in business practices that are Public Pension Funds and SRI 101 viewed by investor groups as socially harmful or morally--ethically repugnant. (Sethi, 2005 : 101-102)

Ainsi, les filtres éthiques les plus perfectionnés utilisent généralement une combinaison des approches positives et négatives, un élément qui laisse croire à certains analystes que le mouvement de l'ISR acquière graduellement plus de maturité en perfectionnant ses modèles d'analyses normatives (Sparkes et Cowton, 2004 : 45).

Les différentes considérations légales et fiduciaires explorées au cours du précédent chapitre expliquent pourquoi un important nombre d'études ont été

⁸⁰Nous avons ici sélectionné les entreprises les plus couramment filtrées par le mouvement de l'ISR. L'argument sous-jacent l'exclusion de ce type d'entreprise consiste habituellement à dire que ce genre d'industrie génère, en fin de compte, plus de dommages (externalités négatives) que de bienfaits.

réalisées en ce qui a trait à la rentabilité des portefeuilles de placement utilisant des filtres d'investissements éthiques. Est-il coûteux d'appliquer des filtres éthiques par rapport aux pratiques traditionnelles des marchés financiers? Bref, est-ce que l'éthique a un coût qui compromet significativement et systématiquement la performance des investisseurs? En un tel cas, une interprétation classique de la notion de responsabilité fiduciaire pourrait proscrire l'utilisation de ces pratiques par les gestionnaires du RRUM. Or, jusqu'à maintenant, ces études ont donné lieu à une large gamme de résultats variant tantôt en fonction des contenus normatifs propres aux filtres éthiques examinés, tantôt en fonction des méthodologies d'analyse employées par chacune de ces études. Malgré tout, nombre d'universitaires ont admis que les portefeuilles d'investissements usant de filtre éthique avaient une performance comparable aux portefeuilles traditionnels. (Rebello, Adib et Blondin, 2000; Boatright, 1999; Mill, 2006; Benson, Brailsford et Humphrey, 2006)⁸¹. En ce sens, Corinne Gendron mentionnait récemment les difficultés que présentait cette situation :

Trois écoles de pensée s'affrontent actuellement sur ce sujet [...]. Certains croient qu'il existe une corrélation positive entre la responsabilité sociale et le rendement, alors que d'autres penchent davantage pour une corrélation négative. Enfin, il y a ceux qui ne voient aucun lien entre les deux. Ces trois courants ne s'entendent pas, car ils ont chacun leur propre définition de la responsabilité sociale. Tant et aussi longtemps qu'il n'y aura pas consensus autour de cette notion, il sera impossible de faire un exercice méthodologique applicable à tous les fonds de placement.⁸²

81Le SIF fournit de nombreuses autres références permettant de confirmer cette tendance : « Leading recent studies on SRI performance include Wim Vermeir, Eveline Van de Velde, and Filip Corten, "Sustainable and Responsible Performance," *The Journal of Investing* 14, no. 3 (fall 2005): 94-100; Zakri Y. Bello, "Socially Responsible Investing and Portfolio Diversification," *The Journal of Financial Research* 28, no. 1 (spring 2005): 41-57; Rob Bauer, Kees C. G. Koedijk, and Rogér Otten, "International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style," Working Paper, Maastricht University and Erasmus University Rotterdam, November 2002; and Bernell K. Stone, John B. Guerard, Jr., Mustafa N. Gultekin, and Greg Adams, "Socially Responsible Investment Screening: Strong Evidence of No Significant Cost for Actively Managed Portfolios," Working Paper, June 2001. See the Bibliography for additional studies on SRI that have appeared since 2003. A fuller database of quantitative studies on social investing can be found at www.sristudies.org, a project of the Moskowitz Research Program of the Center for Responsible Business at the Haas School of Business of the University of California, Berkeley. » (2005 : 45-46)

82Cette citation de Corinne Gendron est issue de l'article de Marie Lambert-Chan « Placements éthiques - La vertu est-elle rentable? » paru le 21 mars 2007 dans le quotidien *Le Devoir*.

Cet état de fait représente une situation où l'impact de l'utilisation des filtres d'investissements sur la rentabilité d'un portefeuille d'investissements ne peut pas être systématiquement analysé en raison des variables d'ordre à la fois éthiques et financières. Par conséquent, il nous appert, pour l'heure, plus significatif d'analyser les principaux arguments normatifs concernant la capacité réelle des investisseurs socialement responsables à atteindre leurs objectifs à la fois moraux et financiers. À notre avis, cette approche fournira une meilleure compréhension des problèmes soulevés par l'utilisation des filtres d'investissements éthiques qu'un recensement hétéroclite de l'ensemble des résultats empiriques effectués jusqu'à maintenant.

Ce faisant, nous ne tâcherons pas d'évacuer les considérations économiques du cadre de notre analyse normative. Bien au contraire, nous soupèserons de notre mieux les limites empiriques auxquelles sont confrontés les objectifs habituellement associés à l'usage des filtres d'investissements éthiques pour examiner à quelles conditions ces derniers peuvent être utilisés dans le contexte fiduciaire qui caractérise le RRUM. Nous nous en tiendrons à l'hypothèse selon laquelle les portefeuilles d'investissements usant de filtres d'investissements éthiques doivent non seulement fournir un apport financier comparable aux portefeuilles d'investissements standards, mais également permettre de contribuer à la résolution de ces mêmes problèmes moraux.

Afin d'y parvenir, nous nous concentrerons sur l'étude des critiques formulées par Richard Hudson dans son article *Ethical investing: Ethical investors and managers*. Cet article semble particulièrement approprié aux fins de notre exercice, dans la mesure où il recense adéquatement les principales critiques auxquelles sont habituellement exposés les filtres d'investissements éthiques.

L'investisseur éthique et ses motivations

D'entrée de jeux, remarquons que l'argument de Hudson se fonde sur plusieurs postulats. Pour ce dernier, l'investisseur socialement responsable cherche à

atteindre simultanément trois objectifs : obtenir un bon rendement financier⁸³; ne pas bénéficier des activités d'entreprises non-éthiques; et, influencer le comportement éthique des gestionnaires d'entreprises. (2005 : 642-643) Dans le cadre de notre analyse, nous désignerons ces deux objectifs comme ceux des mains propres et de l'influence positive. Il importe de bien les situer dans l'articulation normative de notre mémoire.

Dans la mesure où nous avons établi que les actionnaires auraient la double obligation d'adopter une éthique de la bonne compétition et de la bonne supervision, comment se traduit le rapport normatif entre celle-ci et les objectifs ci-dessus mentionnés? Nous assérerons que l'objectif des mains propres pourrait être associé à l'idée selon laquelle un investisseur devrait agir en tant que bon compétiteur. Par ce fait même, l'investisseur, en tant que compétiteur au sein des marchés financiers, ne devrait pas investir dans une entreprise qui exploiterait systématiquement les défaillances du marché⁸⁴. Dans un second temps, nous supposons une correspondance entre l'objectif de l'influence positive et l'éthique de la bonne supervision. Dans les deux cas, il est question de chercher à influencer de manière plus socialement responsable les façons de faire des entreprises. En dernier lieu, signalons que Hudson s'appuie sur une autre prémisse restreignant le champ de son analyse. Il postule que pour obtenir un impact normatif sur les entreprises, les

⁸³Hudson cherche notamment à exclure de son analyse financière les activistes pour qui la rentabilité de leurs investissements importe peu en contrepartie d'obtenir un impact sur une entreprise donnée. Ceci représente une nuance importante dans la mesure où effectivement les régimes de retraite ne pourraient pas délibérément agir de la sorte dans un contexte de responsabilité fiduciaire.

⁸⁴Rappelons qu'il s'agit là du postulat qui émerge de notre développement théorique. De façon plus détaillée, nous postulons qu'une entreprise « éthique » ou encore socialement (et environnementalement) responsable devrait adopter une attitude du bon compétiteur spécifiquement envers ses parties prenantes avec lesquelles elle s'inscrit en compétition. Or, il ne s'agit que d'un seul des critères par lequel on pourrait évaluer l'éthicité d'une entreprise. À ce titre, nous avons préalablement esquissé qu'il faudrait également approfondir les préceptes d'une éthique de la coopération (à l'intérieur de l'entreprise), mais également d'une éthique civique (concernant les relations des entreprises avec les institutions démocratiques) (Néron et Norman, 2007). Considérant qu'il s'agit là d'un critère très important, nous nous contenterons, pour l'heure, d'associer l'argument des mains propres à la capacité d'un investisseur à ne pas bénéficier, par le biais de ses investissements, de défaillance du marché.

investisseurs éthiques doivent être en mesure d'affecter la valeur de leurs actions⁸⁵ seulement par la vente ou l'achat de titres financiers : « *Much of the ability of ethical investors to fulfill a duty, including affecting corporate behavior, depends on how stock prices and stock returns react to making corporate practices more ethical.* » (2005 : 642)

L'argument principal défendu par Hudson dans son article consiste à dire qu'il serait impossible pour un investisseur éthique d'atteindre simultanément les trois objectifs précédemment énoncés (mains propres, bonne performance financière et influence positive). Pour ce faire, l'auteur examine une série d'arguments que nous avons ici librement nommés aux fins de cet exercice et que nous tâcherons systématiquement d'évaluer.

3.1.1 Sur la motivation des mains propres

L'une des critiques les plus importantes de Hudson à l'égard de l'ISR consiste à remettre en question l'idée selon laquelle il serait possible d'atteindre de manière concluante le fameux objectif des mains propres. Pour l'auteur, le marché des capitaux propres présenterait une structure financière à la fois trop complexe et trop interreliée pour réellement permettre aux investisseurs d'avoir les mains propres.

⁸⁵ Au sein de l'univers de la finance traditionnelle, les stratégies de placements sont généralement effectuées en fonction d'une combinaison de facteurs tels que la variation prévue du prix de l'action, le risque attendu et les attentes en termes de dividendes. Dans les termes de la finance traditionnelle, des auteurs tels que Markowitz et Tobin ont systématisé les types d'opérations et de calculs utilisés par les gestionnaires professionnels afin d'être à même d'évaluer la relation entre le gain espéré et l'évaluation du risque (DeSerres, 2004 : 113). Par valeur monétaire de l'action (*stock return*), nous considérons tant les dividendes accordés par l'entreprise que la valeur nominale de son action. La valeur monétaire d'une action varie conséquemment en fonction de ces trois variables, son risque, sa valeur capitalisée et les dividendes qui l'accompagnent.

L'argument de l'allocation finale incertaine

Dans un premier temps, Hudson pose qu'il est vain de croire que l'on pourrait s'abstenir de bénéficier des activités non-éthiques des entreprises dans la mesure où établir avec précision l'allocation finale des sommes injectées par les investisseurs au sein des marchés financiers constitue quelque chose de difficilement réalisable. Les grandes sociétés par actions possèdent communément des structures de contrôle et d'investissements complexes et laborieuses à répertorier. Par exemple, les investissements effectués au sein de sociétés de Holdings aux maillages complexes soulèvent des problèmes, car elles détiennent elles-mêmes plusieurs entreprises, ce qui complexifie manifestement l'imputabilité des sommes octroyées par les investisseurs.

Autrement, les sociétés par actions peuvent parfois aussi bénéficier de relations avec d'autres partenaires usant de pratiques considérées peu scrupuleuses, tout en se déclarant elle-même éthique. Hudson illustre bien cet exemple lorsqu'il mentionne : « (...) *banks also don't release very much data on their operations, so, as Entine (2003) points out, one generally doesn't know if part of the bank's profits come from loans to cigarette companies* » (2005 : 650). Bref, lorsque nous investissons dans une grande société par actions les asymétries d'informations entre investisseurs et gestionnaires est tellement grande qu'il est difficile de connaître avec exactitude l'utilisation des capitaux fournis à de telles entités. Or, cette difficulté acquiert une valeur exponentielle lorsque l'on considère que certaines activités de production peuvent parfois être confiées à des chaînes de sous-traitances – voir de sous-sous-traitance – parfois obscures et changeantes. À ce titre, la coalition canadienne *Ethical trading action group's* (ETAG) mentionne dans leur étude annuelle *Transparency report card* les difficultés associées à la recension des performances éthiques chez les manufacturiers de vêtements :

ETAG's study shows that companies are less willing to discuss how their own business model of ever-lower prices and highly-mobile production might be causing these [ethical] problems.

Supply factories receive negative incentives when retailers and brands shift production from factories that have made improvements in labour

*practices to other countries with lower labour costs, or ask factory owners to meet higher standards while simultaneously demanding lower prices.*⁸⁶

Ainsi, que ce soit par manque de transparence ou encore en raison des relations volumineuses et complexes qui caractérisent les sociétés par actions, il demeure dans tous les cas très difficile de déterminer avec précision de quelle manière sont imparties les sommes allouées aux entreprises.

Sur l'argument du marché interrelié

Dans un second temps, afin de discréditer la possibilité d'atteindre l'objectif des mains propres, Hudson argue que les profits générés par les investissements au sein des marchés financiers ne résultent pas étroitement des bénéfices des entreprises composant un portefeuille d'investissements, mais bien des tendances globales des marchés financiers « *Even when one buys ethical stock, the interrelations of firms on the market are such that all are linked to all.* » (2005 : 650) En conséquence, le seul fait de ne pas détenir certaines entreprises jugées non-éthiques ne signifierait pas pour autant de ne pas bénéficier de leurs activités sur les marchés boursiers.

Afin d'illustrer ce propos, il est utile d'examiner l'exemple des sables bitumineux dans le contexte canadien de l'investissement. D'un point de vue écologique, l'extraction des sables bitumineux représente, à l'heure actuelle, l'une des pires catastrophes à l'échelle du territoire canadien. Tant par l'expulsion massive de gaz à effet de serre que par la pollution d'une quantité très importante d'eau douce, mentionnons que son effet sur la dégradation générale des milieux naturels qu'elle entraîne, cette activité industrielle représente l'une des plus grandes sources d'externalité environnementale du pays⁸⁷. Néanmoins, si l'économie canadienne connaît une croissance importante et que la valeur de son dollar oscille désormais autour de celui des américains, ce phénomène est notamment attribuable aux

⁸⁶Ethical Trading Action Group (ETAG) (2007) *Transparency report card*. Site internet : <http://en.maquilasolidarity.org/node/230>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

⁸⁷Pour plus de détails, visionnez Radio-Canada (2007) *Du sable dans l'engrenage*. Site internet : http://www.radio-canada.ca/actualite/zone_libre/2007/01/19/001-sables-bitumineux-accueil.asp, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

milliards d'investissements et aux fulgurants développements industriels qui accompagne l'exploitation de cette nouvelle manne⁸⁸.

Par extension et compte tenu du contexte actuel des milieux financiers canadiens, la participation financière du RRUM au sein d'entreprises directement ou indirectement reliées à l'extraction de sables bitumineux apparaît aussi essentielle que l'emploi du pétrole comme source d'énergie au sein de nos sociétés occidentales. Parallèlement, tel que le mentionne Skinner : « [...] *some 40% of Canadian industry is directly involved in resource extraction [...]* » (2001 : 33). Puisque les entreprises d'extractions sont habituellement considérées comme des entreprises qui génèrent énormément d'externalités négatives, se retirer massivement de ce secteur d'activité constitue une option difficilement envisageable et potentiellement très coûteuse. Or, cet exemple, illustre bien la difficulté, pour un investisseur institutionnel tel que le RRUM, de ne pas bénéficier des activités non-éthiques de certaines entreprises.

Analyse critique

D'un point de vue critique, il semble effectivement difficile pour le RRUM, dans le cadre de son modèle de gestion externe, de déterminer avec précision l'allocation finale de chaque dollar investi par leurs différents gestionnaires de portefeuille. À ce titre, Hudson mentionne avec raison qu'il est extrêmement complexe de tracer avec précision la moralité des activités d'une *entreprise*. Une problématique largement accentuée par les asymétries d'informations présentes à chacune des étapes de la grande chaîne de délégation fiduciaire des membres du RRUM aux gestionnaires de firmes. Nous devons ainsi admettre, de concert avec Hudson, qu'il est probablement impossible, pour des portefeuilles d'envergure, de connaître l'ensemble des liens d'affaires générés par leurs investissements. Ce

⁸⁸ Robert, A. 2007. « La CIBC voit le huard à 1,05 \$US » dans *Les Affaires*, 15 octobre

constat remet en question la possibilité même de retirer ses actifs d'entreprises supposées non-éthiques.

En contrepartie, ce constat soulève la question de savoir s'il est possible d'établir une marge de tolérance en fonction de laquelle l'investisseur pourrait chercher à éviter les pires situations? Tel que le mentionnent Michelson, Wailes, van der Laan et Frost : « *Thus, the imposition by investors of a zero tolerance level of "unethical" practice by organizations on any dimension could be unworkable and potentially exclude all firms from consideration* » (2004 : 3). Ainsi, même si l'argument de l'allocation incertaine présente une difficulté importante, cela ne signifie pas qu'il soit impossible d'acquérir de l'information de nature éthique sur les entreprises au sein desquelles investirait le RRUM. Même dans le cas d'une structure de Holding, il est possible, en raison des exigences légales de divulgation auxquelles sont soumises les sociétés par actions, de connaître le ou les principaux secteurs d'activités d'une entreprise. Par exemple, aux États-Unis, depuis l'adoption de la loi Sarbanes-Oxley, le Congrès américain exige des entreprises de divulguer toutes relations :

of the issuer with unconsolidated entities or other persons, that may have a material current or future effect on financial conditions, changes in financial condition, results of operations, liquidity, capital expenditures, capital resources, or significant components of revenues or expenses. (Bainbridge, 2007: 54)

Dans le cadre d'analyses financières classiques, les investisseurs n'hésitent pas à fouiller avec minutie les nombreux détails fournis par l'importante quantité d'informations publiques divulguées par les sociétés par actions⁸⁹. Autrement, même si la traçabilité des investissements effectués au sein d'une société par actions est appelée à être largement différente en raison de la complexité de sa structure de gouvernance, de son secteur d'activité ou encore de son réseau de fournisseurs, il n'en demeure pas moins que monnayant un certain effort il reste possible d'acquérir

⁸⁹À titre d'exemple, il est possible par le biais du site internet SEDAR (http://www.sedar.com/search/search_form_pc_fr.htm) d'avoir accès à l'ensemble des documents à divulgation publique obligatoire produits par une société par actions canadienne, ce qui comprend, notamment, le rapport annuel, la notice annuelle, la circulaire de la direction et l'ensemble des rapports trimestriels.

beaucoup d'information sur l'éthicité des principales pratiques des entreprises d'un portefeuille d'investissements.

Certaines entreprises ont elles-mêmes choisi la carte de la transparence, notamment par la divulgation de rapport de responsabilité sociale, ou encore de durabilité, et en allouant des ressources à la transmission d'informations aux différentes organisations de certifications indépendantes, d'évaluation éthique⁹⁰. Autrement, d'autres entreprises, tantôt pour des raisons strictement financières, tantôt pour des raisons éthiques, choisissent d'intégrer leurs activités de production tout en limitant au maximum la chaîne de fournisseurs externes⁹¹. À défaut d'être en soi plus socialement responsable, de telles initiatives sont à même de faciliter l'accès à une meilleure information.

À cet égard, il importe de ne pas sous-estimer l'information éthique que peuvent fournir les médias, les ONG et les firmes d'analyses spécialisées dans l'évaluation des performances sociales et environnementales des sociétés par actions. En l'occurrence, les médias et les ONG sont ponctuellement à même de fournir des informations fiables en ce qui a trait à des scandales, des poursuites, voire des innovations éthiques⁹². Or, le principal enjeu épistémologique que suscite

⁹⁰En fait, de nos jours, la plupart des grandes sociétés par actions produisent des rapports de responsabilités sociales ou encore de durabilité que l'on peut normalement trouver sur leur site internet. À ce titre, on peut mentionner les exemples de la Banque de Montréal, Beyond Petroleum, Alcan, Cascades et Abitibi Consolidated.

⁹¹Dans le domaine du vêtement, on peut penser à la firme Gildan qui mise sur une stratégie d'affaires à intégration verticale, c'est-à-dire qui repose sur des industries de production majoritairement détenues par la firme plutôt que d'avoir recours à la sous-traitance. Cet état de fait permet, par exemple, à des sociétés de vérifications indépendantes de mieux évaluer les conditions de travail des employés de ces entreprises que si l'entreprise faisait affaire avec une grande diversité de sous-traitants.

Gildan (2006) *Produire selon nos valeurs : Rapport de citoyenneté corporative 2006*. Site internet :

http://gildan.com/corporate/downloads/corporateCitizenship/CC_annual_report_06_fr.pdf,

consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

⁹²Par exemple, certains ONG, tel que Maquillas Solidarity Network (MSN), fournissent des rapports sur les activités d'entreprises dans le secteur du textile.

Maquillas Solidarity Network (MSN) (2007) *About MSN*. Site internet :

<http://en.maquillasolidarity.org/en/about>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Les médias sont également continuellement appelés à fournir des informations sur les activités des

l'acquisition d'informations d'ordre éthique réside dans la capacité ou non des organisations à obtenir des informations normatives de manière systématique et moralement pertinente. Cependant, puisque le cadre de ce questionnement dépasse largement celui de notre mémoire, nous effectuerons l'hypothèse suivante : à l'heure actuelle, il est possible d'obtenir suffisamment d'informations sur les pratiques des entreprises qui tendent vers la constitution d'un portefeuille d'investissements plus « propre » qu'un autre. Cependant, il n'appert guère possible de postuler qu'un investisseur puisse systématiquement d'éviter de bénéficier de toutes activités non-éthiques des sociétés par actions. À ce titre, l'organisme EIRIS décrit bien comment, depuis 22 ans, il a constitué une base de données perfectionnée capable de mettre en relation un grand nombre d'indicateurs de responsabilités sociales des entreprises composant les indices des principaux marchés financiers mondiaux⁹³.

Dans un second ordre d'idées, l'argument selon lequel les bénéficiaires des actionnaires dépendent des marchés interreliés et de leur évolution générale s'applique particulièrement bien au contexte institutionnel du RRUM et des autres grands investisseurs institutionnels. En effet, les régimes de retraite d'une envergure moyenne tels le RRUM (2,25 milliards) ont habituellement pour stratégie de base de diversifier leurs investissements dans plusieurs secteurs d'activités, de types d'entreprises et de marchés différents. On les considère effectivement comme des propriétaires dits universels (*universal owner*) :

For political and investment reasons, pension plans are becoming increasingly "indexed" in their equity holding. This makes them both universal and permanent shareholders. Their holdings are so diversified that they have the incentive to represent the ownership sector (and the economy) generally rather than any specific industries or companies. (Monks et Minow, 1996 : 120-121)

entreprises aux prises avec certaines controverses d'ordre social ou environnemental. À titre d'exemple, consultez *Les Affaires*, 2007 « Le dilemme indien d'Alcan » dans *Les Affaires*, 14 avril sur la participation et le retrait d'Alcan en Indes dans la région de l'Utka).

En dernier lieu, certaines entreprises spécialisées, telles que Jantzi Research : « evaluates and monitors the environmental, social, and governance (ESG) performance of global securities. » Jantzi Research (2007) *Home*. Site internet : <http://www.jantziresearch.com/>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Maquillas Solidarity Network (MSN) (2007) *About MSN*. Site internet : <http://en.maquillasolidarity.org/en/about>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

⁹³Ethical Investment Research Services (EIRIS) (2006) *Introduction to EIRIS*. Site internet : <http://www.eiris.org/> consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Pour ces investisseurs, il est parfois impossible de se retirer de certains secteurs de marché sans encourir des pertes significatives, ou encore sans augmenter leur risque systémique⁹⁴ de façon importante. Ainsi, tel que le souligne Hudson par le biais de son argument des marchés interreliés, les régimes de retraite peuvent difficilement se permettre de détenir des portefeuilles d'investissements strictement composés d'entreprises se conformant à tous points de vue à une compréhension exigeante de la RSE⁹⁵. En ce sens, même si les entreprises d'extraction minière, et en particulier les sables bitumineux, génèrent d'importantes externalités environnementales, il n'en demeure pas moins qu'elles constituent globalement 40 % des sociétés par actions canadiennes (Skinner, 2001 : 33). De fait, le RRUM y investit une part significative de ses actifs qu'il serait probablement très difficile de totalement retirer.

Remarques finales sur l'objectif des mains propres

Au final, l'analyse critique des deux arguments soumis par Hudson confirme effectivement le postulat selon lequel un portefeuille d'investissements de l'envergure du RRUM ne peut pas être strictement composé d'entreprises socialement responsables, du moins au sens fort du terme. Il demeure difficile pour le RRUM de connaître avec précision l'allocation finale de tous les investissements effectués par ses gestionnaires. Par ailleurs, le RRUM, en tant qu'investisseur institutionnel détenant, dépend manifestement de la performance générale du marché canadien⁹⁶.

Or, cet état de fait est-il suffisant pour remettre en question la pertinence des filtres d'investissements? Nous ne le croyons point. Il remet plutôt en perspective les

⁹⁴ Selon Skinner, on peut habituellement recenser 10 différents types de risques auxquels peuvent être exposés les investisseurs. Parmi ceux-ci, on dénombre notamment les risques dits systémiques caractéristiques à certains secteurs d'entreprises et les risques non-systémiques en raisons des caractéristiques propres à une entreprise en particulier. (2001, 93-94)

⁹⁵ À tout le moins, une éthique aussi exigeante que nous pourrions le concevoir à la lumière de l'apport de Heath sur l'éthique de la compétition.

⁹⁶ Rappelons que 78 % de l'ensemble des actifs (non seulement les capitaux propres (actions) mais bien l'ensemble des véhicules financiers utilisés par le RRUM) sont investis au sein du marché canadien.

limites immanentes de vouloir pleinement atteindre l'objectif des mains propres dans le contexte d'une éthique aussi exigeante que celle du bon compétiteur. Il n'apparaît guère à propos de confiner l'examen des thèses propres à l'ISR dans un contexte de raisonnement manichéen « *Screening decisions are never black and white, always gray. Tough choices, informed by careful research, are an integral part of the process.* » (Schueth, 2003 : 189) Nous croyons que l'argument de Hudson effectue un glissement important en induisant que la difficulté des investisseurs à réellement avoir les mains entièrement propres conduit à l'abandon de la pratique des filtres d'investissements. N'appert-il pas préférable de chercher à tendre vers un tel portefeuille, en considérant cette approche comme un *work in progress* plus flexible et praticable? Sans aucun doute, cette question mérite d'être considérée avec intérêt. Cependant, avant de l'aborder de manière plus substantielle, nous commencerons par examiner les autres arguments proposés par Hudson à l'encontre des filtres d'investissements éthiques.

3.1.2 Sur la performance financière

Parmi les objectifs examinés par Hudson, il va de soi que l'idée de réaliser une bonne performance financière constitue une condition traditionnellement interprétée comme *sine qua non* pour les investisseurs institutionnels tel le RRUM. Rappelons à cet égard que la responsabilité fiduciaire de ses dirigeants leur impose, à cette fin, d'agir avec diligence et prudence⁹⁷. Cette fois, Hudson mobilise trois arguments démontrant en quoi les filtres d'investissements éthiques pourraient nuire à la bonne performance financière d'un portefeuille de placement. Nous les avons librement renommés le gain instantané, la sous-diversification et les coûts de recherche.

⁹⁷ Au cours de notre deuxième chapitre, nous avons constaté que la notion de bon profit s'inscrivait dans une perspective comparative qui devait se comparer en fonction de plusieurs facteurs tels que le niveau de risque des investissements effectués. Autrement, nous avons également remarqué que la notion de meilleur intérêt fiduciaire pouvait être interprétée de manière plus large que strictement financière, ce qui d'un point de vue juridique laisserait un peu plus de latitude qu'une interprétation traditionnelle. Malgré tout, dans le cadre de ce chapitre nous retiendrons essentiellement une compréhension financière de la notion de meilleur intérêt, et ce, afin de mettre de l'avant l'argument le plus convaincant possible.

L'argument du gain instantané

Hudson initie sa critique économique par l'examen d'une hypothèse relativement généreuse. Il pose une situation où la valeur des actions d'une compagnie augmenterait à la suite de l'adoption d'une politique ou d'une procédure dite plus socialement responsable. S'inspirant des théories classiques de la finance, Hudson postule « *the gains to ethics, which may be real in certain circumstances, will occur only when a firm moves from an unethical to an ethical policy – this is when the price change. Once price has adjusted, returns reflect only systematic risk.* » (2005 : 645) Par conséquent, une fois cette nouvelle information diffusée et absorbée au sein du marché, le retour sur l'investissement fourni par une entreprise en viendrait à se stabiliser. Dans cet ordre d'idée, les seuls bénéficiaires d'un gain en capital éthique seraient les investisseurs ayant détenu l'action avant que l'entreprise ne procède à cet ajustement éthique. Par ce cas de figure, Hudson tente d'illustrer deux choses. Premièrement, les investisseurs suivant les tendances et les modes financières éthiques achèteraient systématiquement leurs actions à un prix plus élevé : « *Anyone who buys the stock after the corporation becomes ethical will not become as wealthy as she would have if she had invested in a non-ethical firm* » (2005 : 647). Deuxièmement, si, à l'opposé, l'investisseur en question détenait des actions de ladite entreprise avant les changements éthiques, cela impliquerait qu'il ne se serait pas abstenu de bénéficier des activités non-éthiques de ladite entreprise. Dans ce contexte, il apparaîtrait donc impossible à l'investisseur socialement responsable de bénéficier, de manière intègre, d'un gain en capital « éthique ».

L'argument de la sous-diversification

Dans le même ordre d'idée, rappelons avec raison que l'une des stratégies de base de la finance moderne consiste à diversifier les titres détenus par un portefeuille de placement. Il s'agit d'une tactique tellement importante qu'un passage de la *Loi québécoise sur les régimes complémentaires de retraite* mentionne explicitement : « À moins que les circonstances n'indiquent qu'il est raisonnable d'agir autrement,

le comité de retraite doit tendre à composer un portefeuille diversifié de façon à minimiser les risques de pertes importantes » (R-15 *Lois sur les régimes complémentaires de retraites*, art.171.1). L'objectif avoué de cette mesure consiste à diminuer le risque structurel associé à certains types d'entreprise ou de secteurs industriels et ainsi protéger son portefeuille de placement d'une chute sévère du cours des actions d'une ou quelques compagnies. Bref, dans le domaine de l'investissement mieux vaut *ne pas mettre tous ses œufs dans le même panier*.

Conséquemment, un autre argument répertorié par Hudson à l'encontre de l'utilisation des filtres d'investissements éthiques réside dans le fait que ces derniers pourraient significativement réduire la diversité d'un portefeuille d'actions : « *Ethical shareholders are subject to diversifiable risk if the list of ethical stocks is too small or if the ethical stocks are all concentrated in a small number of sectors of the economy.* » (2005 : 647). Ce faisant, le risque systémique d'un portefeuille éthique pourrait significativement augmenter sans pour autant être associé à une quelconque espérance de gains supplémentaires. Rappelons à cet égard que l'appréciation des gains dans le domaine de la finance est notamment évaluée en fonction des variables de risque et de profit. De manière rationnelle, un investisseur tolérera un plus haut niveau de risque dans la mesure où les espérances de gains en découlant seront proportionnellement plus généreuses. Inversement, pour un gain potentiellement plus limité l'investisseur ne sera pas prêt à supporter un risque trop élevé. Ainsi, puisque les filtres éthiques ne constituent pas, en soi, des informations de nature financière garantissant une source de rendement supplémentaire, il ne semble pas rationnel pour un investisseur, ou raisonnable pour un fiduciaire, d'accepter une augmentation du risque systémique de son portefeuille d'investissements sans pouvoir y associer un gain potentiellement plus élevé.

L'argument du coût de recherche

Un autre problème économique soulevé par Hudson réside dans le coût de recherche nécessaire à l'obtention des informations de nature éthique : « *This*

research has a cost which non-ethical investors do not have to bear ». (2005 : 648)

Il y aurait un net désavantage comparatif pour l'investisseur socialement responsable dans la mesure où ces enquêtes demandent effectivement de l'expertise, du temps et des ressources financières. Or, dans la mesure où un investisseur, tel que le RRUM, détient directement des parts au sein d'environ 750 entreprises⁹⁹, il appert peu probable qu'il soit à même de traiter en un temps convenable l'ensemble des informations nécessaires à la mise en place de filtres éthiques sans effectuer des dépenses considérables et, par ce fait même, compromettre sa marge bénéficiaire.

Analyse critique du gain instantané

Lorsqu'on examine attentivement l'argument du gain instantané, on remarque une certaine distorsion de la réalité propre au domaine de l'éthique des affaires. Encore une fois, l'auteur effectue une analyse très schématique lorsqu'il suggère que les gains associés à l'éthique : « *will occur only when a firm moves from an unethical to an ethical policy* » (2005 : 645). Or, l'adoption d'une politique « éthique » ne signifie pas nécessairement qu'elle couvrira mur à mur l'ensemble des enjeux éthiques auxquels sont soumises ces institutions. Aucune raison ne nous laisse croire qu'une entreprise ne pourrait pas mettre en place de nouveaux dispositifs du genre. Pour sa part, Lyne Sharp Paine, professeure à l'école de gestion de Harvard, argumente plutôt qu'ils posséderaient une certaine « personnalité » à même d'évoluer dans le temps (2003 : 98). Dans cette voie, Paine soutient que l'adoption de mesures plus éthiques par une entreprise misant sur la responsabilité sociale s'effectue de manière progressive dans un processus d'amélioration continue composé de nombreuses étapes : « *As one Shell executive observed, 'We have 300 years of experience with financial accounting, 30 years with environmental accounting, and virtually none with social accounting.'* » (2003 : 229) Or, si on conserve toujours l'hypothèse de Hudson, un investisseur socialement responsable

⁹⁹ Cette information nous fut confirmée lors d'un entretien avec Mme Andrée Mayrand, directrice de la gestion des placements du RRUM, le 19 octobre 2007.

n'a pas de raisons de croire qu'une société par actions ne connaîtra pas de nouveaux gains potentiels associés à la mise en place de nouveaux gains éthiques.

Au final, il importe de rappeler que l'hypothèse de Hudson était réellement généreuse. Au cours de notre premier chapitre, nous avons déjà évoqué plusieurs arguments en raison desquels l'adoption de telles dispositions pourrait être payante⁹⁹. Parmi ceux-ci, rappelons qu'il y figurait entre autres l'idée selon laquelle les entreprises plus éthiques pourraient avoir accès à un financement moins onéreux par les marchés financiers. Or, asserter que toute modification éthique contribuerait systématiquement à l'appréciation de la valeur d'une entreprise représente, pour l'heure, un argument difficile à soutenir. Manifestement, Hudson employait cette hypothèse aux seules fins de sa critique de l'ISR, mais, tel que mentionné, celle-ci se présente de manière beaucoup trop schématique pour pouvoir être considérée avec sérieux.

Analyse critique de l'argument de la sous-diversification

Bien que Hudson ait sérieusement évoqué l'argument de la sous-diversification, omniprésent au sein de la littérature critique de l'ISR, nous constatons que ce risque ne sera proportionnel qu'à la sévérité des filtres éthiques mis de l'avant. À cet égard, il appert que ceux-ci sont souvent surestimés dans la mesure où Munnell et Sundén posaient notamment que : « *With a twenty-stock portfolio, 95 percent of the variance should be determined by overall market risk.* » (2005 : 30) Il suffirait à un investisseur éthique de posséder une vingtaine de titres diversifiés pour protéger à 95 % son portefeuille des risques de la diversification. Par ailleurs, une étude bien connue de Kurtz pose que, tant et aussi longtemps qu'un portefeuille remplaçait une firme filtrée par une autre entreprise aux caractéristiques financières similaires, le risque systématique et le rendement du portefeuille en question n'en seraient guère diminués (1997 : 42). Remarquons que les tenants de l'ISR ont su au fil des années développer des méthodes d'analyse tenant compte des

⁹⁹Nous nous rapportons ici au bref exposé de la page 52 de notre premier chapitre.

risques inhérents à la sous-diversification. À cet égard, l'utilisation de types de filtres d'investissements positifs dits *Best of universe* permet de sélectionner les firmes ayant les meilleures pratiques au sein d'un secteur d'activités donné, même si le secteur en question peut être soumis à certaines controverses. (Skinner, 2001 : 33) Il serait très difficile pour un régime de retraite canadien de ne pas investir dans le domaine des sables bitumineux ou de l'extraction minière, or, plutôt que de complètement délaissier ce secteur d'activité en raison des importantes externalités négatives qu'il génère, la méthode du *Best of universe* permet de ne pas délaissier un secteur d'activité tout en élaguant les entreprises les moins socialement responsables d'un secteur donné. À ce titre, il importe de constater qu'il n'est donc plus ici question d'avoir absolument les mains entièrement propres, mais bien de chercher à influencer de manière positive les activités de l'entreprise.

Sur l'argument du coût de recherche

Suivant l'argument de Hudson, il est juste d'affirmer que la recherche nécessaire à l'évaluation de la performance sociale et environnementale nécessite des études professionnelles soutenues et ardues. Manifestement, de telles recherches représentent un déboursé que les investisseurs traditionnels ne sont pas appelés à effectuer. Malgré tout, des facteurs nuancent la question à savoir s'il s'agit d'une dépense ou d'un investissement. On constate que l'intérêt suscité par l'ISR a eu pour effet de générer la création de firmes spécialisées dans ce type de recherches¹⁰¹. Ces dernières offrent l'avantage de répartir les coûts de recherches auprès d'une multitude de clients. Il va sans dire qu'une telle pratique divise énormément les coûts de recherche associés à l'acquisition d'information éthique. Ainsi, même si ce type d'informations peut représenter une dépense supplémentaire, la question est de savoir s'il engendre *réellement* un surcoût matériel comparativement aux frais de

¹⁰¹ Seulement au Canada, on peut penser à des firmes tel le Groupe Investissement Responsable, Jantzi Research, Innovest Strategic Value Advisor ou encore Social Investment Research Services. Social Investment Organization (SIO) (2007), *Members*. Site internet : <http://www.socialinvestment.ca/sio-members.htm>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

gestions ou encore aux avis juridiques auxquels ont habituellement recours les gestionnaires de fonds dans le cadre de leurs pratiques courantes.

Plusieurs tenants de l'ISR tentent de démontrer que les informations fournies par de telles recherches constituent une plus value à même de favoriser la rentabilité à long terme d'un portefeuille d'actions. Deux arguments y concourent. Premièrement, certains postulent que les filtres éthiques permettent de détecter les firmes les plus innovatrices et les mieux gérées d'un secteur de marché. Selon ces derniers, ces firmes sont prédisposées à mieux réussir puisqu'elles peuvent plus aisément prévoir les tendances du marché versus les firmes plus « traditionnelles » (Camejo, 2002 : 54). Deuxièmement, d'autres posent que l'information supplémentaire détectée par les recherches en ISR permet d'évaluer plus adéquatement certains types de risques (Rebello, Adib et Blondin, 1998; Camejo, 2002; Sethi, 2005). À ce titre, ne pas tenir compte des facteurs sociaux et environnementaux pourrait générer des risques de poursuites, de campagnes de pression publique ou autres pertes associées à l'introduction de nouvelles législations. Par conséquent, l'acquisition de ces informations ne représenterait pas de facto une dépense brute, mais potentiellement un investissement permettant d'avoir accès à des informations financièrement pertinentes¹⁰¹.

¹⁰¹ Cette tendance peut également se remarquer par la performance des fonds communs de placement et les index dits socialement responsables : « Spécifiquement, le DJSI a cru de 180 % depuis sa création jusqu'en 2002, contre 125 % pour le Dow Jones Global Index. Le FTSE4Good a également surpassé d'environ 25 % la progression du FTSE régulier depuis sa création en 1996 jusqu'en 2002. Au Canada, la performance du Jantzi Social Index est équivalente à celle du TSE-300. Selon une étude citée par Industry Week en 2001. [...] La surpondération des titres technologiques dans les fonds éthiques a, un temps, été perçue comme la principale explication de leur bonne tenue et leur principale vulnérabilité. Cependant, le dégonflement de la bulle spéculative technologique en 2000 et 2001 a permis une nouvelle lecture. En 2001, le DJSI et le FTSE4Good ont continué à surperformer, le Jantzi Social Index a continué à coller au TSE-300. Aux États-Unis, les deux-tiers des fonds éthiques se sont classés parmi les plus performants en 2001, ce qui est vrai de 81 % des fonds éthiques de plus de 100 millions \$US chacun. Les fonds ont donc bien résisté à la chute des cours. »
PolitiquesSociales.net (2007) *Investissement Responsable*. Site internet : <http://www.politiqnessociales.net/Investissement-responsable>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Remarques finales sur les arguments économiques

Sans aucun doute, l'ensemble des arguments économiques ici présenté par Hudson est extrêmement important à considérer dans la mise en place d'une stratégie d'investissements éthiques. Malgré tout, Hudson lui-même souscrit à l'hypothèse que, jusqu'à ce jour, les études empiriques, tâchant de déterminer si les filtres d'investissements représentaient un coût ou encore un gain en valeur monétaire, sont restées relativement neutres : « *The empirical results, then, are fairly clear: ethical investments yield returns similar to those of other investments of the same risk level [...] ethics doesn't "cost" anything* » (2005 : 649). Ce dernier admet tacitement que ses trois arguments doivent plutôt être considérés comme des mises en garde plutôt que des objections systématiques. De façon analogue, l'une des conclusions de l'étude de Kurtz pose explicitement « *Money managers who have handled both screened and unscreened accounts for many years report that, over time, the performance of these accounts does not differ materially.* » (1997 : 37-38) Dans ces deux cas, c'est donc dire qu'ils auraient réussi à maintenir leur ratio de diversification suffisamment élevé, tout en réussissant à absorber les coûts d'informations de manière satisfaisante.

3.1.3 Sur l'influence positive

Dans un troisième temps, nous examinerons les arguments que Hudson soulève afin de démontrer en quoi les investisseurs socialement responsables auraient peu de chance de parvenir à influencer de manière positive le comportement des entreprises au sein desquelles ils investissent. À cette fin, nous avons retenu essentiellement deux arguments, soit celui de la masse critique et celui de la dispersion des critères éthiques.

L'argument de la masse critique

Tel que Hudson le postule, l'investisseur socialement responsable souhaite influencer les comportements des gestionnaires d'entreprise par ses activités

financières. Par conséquent, un investisseur éthique cherche à faire augmenter la valeur du titre des « bonnes » entreprises et, inversement, de nuire à la valeur boursière des « mauvaises » sociétés par actions. Suivant ce postulat, Hudson divise donc les investisseurs selon deux catégories distinctes : ceux concernés par l'éthique des entreprises et ceux qui ne le sont pas.

Même si des investisseurs éthiques parvenaient à influencer la valeur financière des mauvaises compagnies par la vente massive de leurs avoirs, Hudson pose que ces mêmes actions seraient normalement rachetées par d'autres investisseurs « traditionnels » fondant leur évaluation de la valeur d'une entreprise sur des critères strictement financiers. Si les investisseurs traditionnels considéraient la valeur d'une action filtrée comme sous-évaluée d'un point de vue financier, elle représenterait une opportunité d'affaires et ils auraient tendance à l'acheter. Inversement, si des investisseurs socialement responsables achetaient des actions jugées éthiques et contribuaient, par ce fait même, à l'augmentation de la valeur des actions au-delà de leur valeur « réelle », les investisseurs traditionnels auraient tendance à vendre ces mêmes actions en encaissant un profit. Compte tenu de cette élasticité des marchés, obtenir un effet significatif sur une entreprise représente une tâche réellement difficile.

Malgré tout, Hudson prend la peine d'examiner les travaux de Rivoli (2003) et Heinkel, Kraus et Zechner (2001). D'après ces auteurs, les investisseurs éthiques pourraient obtenir un impact significatif sur la valeur des actions d'entreprises d'un marché financier à condition d'en maîtriser environ 25 % des actifs. (Heinkel, Kraus et Zechner, 2001 : 447) Or, selon les données empiriques accumulées par Hudson et le *Social Investment Fund* (2007) seulement 10 % des investisseurs du marché financier américain pouvaient être considérés comme des investisseurs éthiques au cours de la période 2001-2003¹⁰². Par conséquent, même si l'ensemble de ces

¹⁰²Au cours des dernières années, le volume des actifs financiers américains utilisant minimalement l'une des méthodes liées aux procédés de l'ISR aurait néanmoins connu une importante croissance (Schueth, 2003 :191). En tout et pour tout, près de 10 % des investissements états-uniens

investisseurs socialement responsables agissait de concert, ils ne représenteraient pas une masse critique suffisante pour influencer les entreprises à adopter des comportements plus socialement responsables.

L'argument de la dispersion des critères éthiques

Au sein d'un autre article, Richard Hudson, cette fois de concert avec Roger Wehrell, mentionne un autre problème lié à l'effectivité des filtres éthiques. À une époque où le pluralisme des conceptions de la vie bonne constitue l'une des données de base des analyses éthiques contemporaines, il n'est pas surprenant de constater que dans un contexte international il existe une grande disparité de critères éthiques promus par les tenants de l'ISR. Pour les auteurs, cette situation contribuerait également à minimiser l'influence des filtres éthiques sur les activités des entreprises : « *the fact that socially responsible investors are acting alone, and with different notions of what is socially responsible, prevents them having an effect* ». (2005 : 68) Une fois cet argument combiné à celui de la masse critique, la capacité des investisseurs éthiques à réellement influencer les activités des entreprises demeure, dans le meilleur des cas, très limitée. Ainsi, même si les investisseurs socialement responsables en venaient à atteindre l'hypothétique plateau des 25 % du marché financier; il n'est pas dit que ces derniers adopteraient un contenu normatif suffisamment semblable pour obtenir une influence réelle.

Analyse critique de l'argument de la masse critique

Parmi l'ensemble des arguments mis de l'avant par Hudson, *l'argument de la masse critique* est sans nul doute l'un de ceux à considérer avec le plus d'attention. Manifestement, celui-ci est au cœur de la question de savoir si les filtres éthiques peuvent ou non influencer le comportement des entreprises. Dans les faits, nous avons déjà constaté que les investisseurs faisant usage de filtres d'investissements ne représentaient à ce jour qu'environ 10 % du marché américain. Par ailleurs, selon les

entreraient maintenant dans cette catégorie. Au Canada, ces ratios demeurent cependant d'un ordre plus famélique, soit 3,6 % des actifs canadiens sous gestion professionnelle. (SIO, 2007 : 6)

plus récentes données du SIO, la situation canadienne serait encore pire avec seulement 3,6 % de ses actifs sous gestion utilisant ces dispositifs (2007 : 6). Bref, les investisseurs usant de filtres éthiques seraient encore loin d'avoir un impact marqué sur les décisions d'affaires des gestionnaires de sociétés par actions. Malgré tout, un certain nombre de faits nous laisse croire que cette situation pourrait changer. Les actifs sous gestion usant de filtres d'investissements connaissent une progression très significative. Ainsi, aux États-Unis, le *Social Investment Forum* remarquait : « Assets in socially screened mutual funds and other pooled products rose to \$179.0 billion in 2005, an 18.5-percent increase over the \$151 billion tracked in 2003 » (SFI, 2006 : iv). Cette tendance semble également se dépeindre au Canada où le *Social Investment Forum* mentionnait :

In the two years since publication of our last Review in 2004, assets invested according to socially responsible guidelines have increased significantly, from an estimated \$65.46 billion in 2004 to \$503.61 billion, as of June 30, 2006. The vast majority of this increase is due to the recent adoption of socially responsible investment practices by several major pension funds, mostly in the public sector. This represents a significant increase in assets invested according to Broad SRI strategies, of which there was very little activity as recently as 2004. (SIO, 2007 : 5)

Ainsi, tel que le souligne cette citation, la véritable question consiste plutôt à savoir dans quelle mesure les investisseurs institutionnels useront ou non de filtres éthiques.

De plus, tel que nous l'avons examiné au cours du deuxième chapitre, une part importante et grandissante du capital-actions canadien et américain est détenue par les régimes de retraite et les autres investisseurs institutionnels. Par conséquent, si les investisseurs institutionnels, et en particulier les régimes de retraite américains qui détiennent environ 25 % des capitaux propres, venaient à considérer une application sérieuse des filtres éthiques, ils auraient manifestement un impact significatif sur les marchés financiers « *Corporate executives need to take notice of their most powerful investors, and if those investors are embracing SRI in some way, social issues will inevitably find a significant place on the corporate agenda* ». (Sparkes et Cowton, 2004 : 49). À cet égard, certaines études démontrent que le secteur du tabac (le plus largement filtré par le courant de l'ISR aux États-Unis (SIF,

2006 : 8) a déjà ressenti l'impact négatif de la méfiance des investisseurs à l'égard de ce secteur d'activité (Wander et Malone, 2007 : 162). Dans la mesure où les régimes de retraite en viendraient collectivement à se reconnaître un devoir d'éviter les entreprises les moins socialement responsables, la masse de leurs actifs aurait manifestement un effet d'entraînement majeur.

D'un autre point de vue, il semble également important d'examiner avec un peu plus d'attention les prémisses de la fameuse étude de Heinkel, Kraus et Zechner à la source du fameux 25 % avancé par Hudson :

We initially assume a fixed cost of reforming a polluting technology of 5% of the expected cash flow to the firm. If this cost is reduced to 1% of the expected cash flow, then even a small proportion of green investors will cause some firms to reform their polluting technology. (2001 : 433)

En bref, la donnée avancée par Hudson repose sur l'hypothèse de ces auteurs selon laquelle il serait très coûteux pour une entreprise donnée (5 % du chiffre d'affaires) d'implanter des dispositifs plus socialement responsables. Or, dans la mesure où des dispositions propres à l'ISR ne représentent pas nécessairement de coûts importants, voire parfois des profits supplémentaires, il n'y a pas lieu de croire que les 10 % d'investisseurs socialement responsables américains ou encore les 3,6 % des marchés canadiens ne sont pas, dès maintenant, à même de contribuer à modifier certaines des façons de faire de nombreuses entreprises.

Sur l'argument de la dispersion des critères éthiques

Sans équivoque, l'argument de la dispersion des critères éthiques de Hudson et Wehrell est également à considérer sérieusement. Tel que nous venons de l'examiner, une masse substantielle d'actifs financiers est requise afin de parvenir à influencer d'une manière plus éthique le comportement des gestionnaires des sociétés par actions. Or, se réclamer d'une approche éthique ne constitue pas, en soi, un contenu normatif donné. En fait, être éthique ne veut absolument rien dire sans justification appropriée et clairement définie en lien avec un substrat normatif. (Schwartz, 2003)

À contre-pied de la division apparente qu'entraîne un contexte de pluralisme moral, nous croyons possible de fonder des revendications normatives sur des questions de justice plutôt que sur de simples conceptions de la vie bonne. Par exemple chez Rawls, on pourrait considérer que les marchés financiers constituent des institutions économiques fondamentales permettant de contribuer au bien-être collectif d'une société libérale. De son fameux principe de différence, lequel stipule que : « l'ordre social n'est pas fait pour établir et garantir des perspectives favorables pour les plus privilégiés, à moins que ceci ne soit à l'avantage des moins privilégiés. » (1997, [1971] : 106), on pourrait dégager d'importantes pistes de réflexion morale quant au rôle social des actionnaires. En ce sens, puisque le niveau d'inégalité qu'une société juste devrait accepter se justifie par l'efficacité avec laquelle ces mêmes inégalités permettent de contribuer au bien-être des moins bien nantis, une éthique de la bonne compétition fournit une piste importante à la fondation d'un contenu normatif dans le domaine de l'économie. Rappelons que les applications d'une éthique de la bonne compétition permettraient notamment de dégager un contenu normatif à même de promouvoir l'efficacité des marchés. À défaut d'admettre que ce soit présentement l'état de la situation, rien ne nous amène à considérer que des consensus moraux ayant trait aux conceptions de la justice ne surgiront pas du mouvement associé à l'ISR.

Par ailleurs, si on examine le déploiement actuel de l'investissement socialement responsable dans le cadre d'une perspective socio-politique, on peut affirmer qu'il existe déjà des enjeux précis qui ont su mobiliser de manière significative le mouvement de l'ISR. (Proffitt et Spicer, 2006 : 165) Ainsi, même si les fonds d'investissements utilisant des filtres éthiques ne pointent pas tous explicitement dans la même direction, il demeure possible de détecter des tendances lourdes au sein du mouvement de l'ISR.

D'un point de vue international, d'autres facteurs laissent croire qu'il existe une convergence des critères éthiques utilisés au sein des milieux de l'ISR. À ce

titre, le milieu encore restreint de l'évaluation de la performance sociale des sociétés par actions agit en synergie afin de clarifier les enjeux et les méthodologies propres à leur domaine :

*SiRi Company Network Partners consist of the leading SRI research organizations in major financial markets. Working together, we are able to combine resources and knowledge to provide more extensive and higher quality research and advisory services for our clients.*¹⁰³

Or, il ne s'agit que de l'un des exemples qui contribuent à alimenter le développement des réflexions normatives dans ce domaine, car on peut également penser aux initiatives du Global Reporting Initiative¹⁰⁴ et du Pacte mondial (*Global Compact*), lequel fournit notamment 10 principes (Annexe D) à même d'orienter les efforts des entreprises et des investisseurs en matière de responsabilités sociales¹⁰⁵.

De surcroît, rappelons que d'autres instances gouvernementales et supranationales ont signé des engagements et des traités permettant de structurer et d'orienter la nature des revendications éthiques liées aux enjeux de la RSE et de l'ISR. À cet égard, nous pouvons notamment mentionner la Déclaration universelle des droits de l'homme (1948), la charte de l'Organisation internationale du travail (OIT), le projet Global compact de l'ONU (1999), les lignes directrices en matière de gouvernance de l'OCDE (1976), *the Global reporting initiative* (1998), la *Coalition for Environmentally Responsible Economies* (CERES : 1989) et le protocole de Kyoto (2005). Remarquons que la plupart de ces conventions, une fois

¹⁰³SiRi Company (2007) *Services*. Site internet:

<http://www.siricompany.com/partners.shtml>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007.

¹⁰⁴*Le Global Reporting Initiative : « has pioneered the development of the world's most widely used sustainability reporting framework and is committed to its continuous improvement and application worldwide. This framework sets out the principles and indicators that organizations can use to measure and report their economic, environmental, and social performance. »*

Global Reporting Initiative (2007) *What we do*. Site internet : <http://www.globalreporting.org/AboutGRI/WhatWeDo/>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

¹⁰⁵Ainsi la mission du Pacte mondial consiste essentiellement « à promouvoir la responsabilité civique des entreprises afin que le monde des affaires puisse participer à la recherche de solutions pour résoudre les problèmes posés par la mondialisation. En partenariat avec d'autres acteurs sociaux, le secteur privé peut ainsi contribuer à la réalisation du projet du Secrétaire général: une économie mondiale plus viable et plus ouverte. »

(Pacte Mondial (*Global Compact*) (2007) *Historique et fonctionnement*. Site internet : <http://www.unglobalcompact.org/Languages/french/francais1.html>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

appliquées au milieu des affaires, tendent à limiter les externalités sociales et environnementales générées par les sociétés par actions. Il n'est donc pas interdit de penser, qu'en prenant de l'ampleur, le mouvement de l'ISR verra un nombre croissant de recoupement s'opérer autour des principes émis par de telles institutions.

Remarques finales sur l'influence positive des filtres éthiques

Finalement, la capacité des utilisateurs de filtres éthiques à influencer le comportement des entreprises et de leurs gestionnaires à agir de manière plus socialement (et environnementalement) responsable reposerait, d'un point de vue économique, sur leur capacité à rallier le plus grand nombre d'investisseurs possible autour des mêmes enjeux éthiques. Or, comme nous l'avons constaté au cours de notre deuxième chapitre, les investisseurs institutionnels, et plus particulièrement les régimes de retraite, possèdent collectivement une part très significative des marchés financiers. Il appert donc que, s'ils en venaient à user des mêmes filtres d'investissements, ils obtiendraient un effet majeur sur les marchés financiers. Du moins, dans la mesure où ces derniers s'inspireraient collectivement des conventions internationales les plus reconnues dans le domaine de l'investissement responsable.

3.1.4 Remarques finales sur les filtres d'investissements éthiques

En fin de compte, le principal objectif de Hudson visait à démontrer la difficulté pour un investisseur éthique d'obtenir simultanément un profit comparable à ses compétiteurs tout en conservant les mains propres et en influençant de manière positive des sociétés par actions.

Dans un premier temps, en raison des arguments de l'allocation finale et des marchés interreliés, il semble effectivement difficile pour un investisseur institutionnel, tel le RRUM, de parvenir à ne pas bénéficier des activités non-éthiques des sociétés par actions, et ce, surtout dans le contexte d'une éthique

exigeante de la bonne compétition. Cependant, nous avons également observé qu'il demeure possible d'obtenir suffisamment d'informations significatives pour tendre vers un portefeuille de placements le plus propre possible.

Deuxièmement, d'un point de vue économique, nous avons remarqué que l'argument du gain instantané peut être éludé si nous considérons les enjeux propres à l'ISR comme un *work in progress* plutôt qu'objet d'une division schématique. Nous avons aussi mentionné que les arguments de la sous-diversification et du coût de l'information éthique doivent être considérés comme des mises en garde et non des pratiques amenant fatalement l'échec des investisseurs socialement responsables au sein des marchés financiers. Ce constat repose, entre autres, sur de nombreuses études empiriques attestant de la comparabilité des performances entre les portefeuilles éthiques et traditionnels, un constat partagé par Hudson lui-même.

Dans un troisième temps, nous avons déterminé qu'afin de parvenir à influencer, par le biais de la vente et de l'achat d'actions, les gestionnaires d'entreprises, les investisseurs socialement responsables devraient collectivement détenir des parts significatives d'un marché financier donné sans pour autant qu'elles ne représentent un arbitraire 25 % de ses actifs. De surcroît, nous avons constaté que plusieurs conventions, réseaux et forums internationaux tendent à fournir aux investisseurs éthiques des plateformes d'échanges leur permettant d'étudier de manière commune les enjeux normatifs autour des externalités environnementales et sociales générées par les sociétés par actions. Malgré le fait qu'il ne semble pas encore possible, du moins dans le cadre limité de cette étude normative, de répertorier les impacts actuels des filtres d'investissements éthiques au Canada, nous croyons qu'une implication sentie des régimes de retraite canadiens tel le RRUM peut avoir une forte influence.

Au final, dans la mesure où il appert difficile et complexe d'avoir véritablement les mains propres, la conclusion d'Hudson selon laquelle les portefeuilles éthiques ne pourraient parvenir à entièrement réaliser les objectifs

susmentionnés semblent valables. Par contre, il serait fallacieux de croire que les filtres éthiques sont normativement inutiles. La charge de Hudson à leur rencontre nous semble inappropriée dans la mesure où des régimes de retraite, tel le RRUM, pourraient à terme chercher à élaguer les entreprises jugées les moins socialement responsables et avoir un impact senti sur les activités d'entreprises sans nécessairement encourir de coûts supplémentaires aux investisseurs.

Par ailleurs, il importe de remarquer que l'étude de Hudson néglige une dimension très importante du rôle de l'actionnaire. En effet, il ne faut surtout pas oublier que l'actionnaire est en réalité détenteur de droits de contrôle formels non-négligeables. Ainsi, contrairement aux boycotts de consommateurs, il n'est pas clair que l'adoption d'une stratégie d'*exit* constitue nécessairement la manière la plus efficace d'influencer une entreprise ou encore un secteur d'industrie. Dans la mesure où un investisseur socialement responsable chercherait à influencer les activités d'une entreprise, vendre ses actions équivaut dès lors à se départir d'un droit de contrôle par le biais du vote et de l'engagement ou encore par l'usage de proposition d'actionnaires. Par conséquent, dans la mesure où l'objectif d'un investisseur éthique serait de réellement influencer les entreprises, il importe de ne pas négliger les dispositifs d'influence propres à l'actionnariat engagé.

3.2 L'actionnariat engagé

Pour faire suite à cette première analyse, nous examinerons la gamme des procédés réunis sous le vocable de l'actionnariat engagé. Dans les faits, cette étude s'avère d'autant plus importante que ces pratiques représentent le second moyen le plus fréquemment utilisé par les investisseurs socialement responsables aux États-Unis. (SIF, 2005 : V) D'emblée, contrairement aux filtres d'investissements qui s'appuient sur les mécanismes de marché, l'actionnariat engagé se fonde sur une conception des actionnaires comme légitimes titulaires des dispositifs de contrôle formels de l'entreprise¹⁰⁶. Afin d'étudier attentivement les tenants et aboutissants de cette autre stratégie propre à l'ISR, nous procéderons encore une fois en trois temps. D'abord, nous amorcerons ce passage par une succincte description du concept. Par la suite, nous étudierons les principaux arguments décrivant l'usage des dispositifs propres à l'actionnariat engagé par les représentants de régimes de retraite et finalement nous critiquerons ces mêmes arguments afin de tester leur validité.

3.2.1 Une description de l'actionnariat engagé

Dans un premier temps, il nous semble utile de préciser que l'actionnariat engagé est une technique qui vise essentiellement à influencer le comportement des gestionnaires d'entreprises par l'usage de dispositifs dits *voice* par lesquelles des actionnaires tentent de promouvoir, avec une intensité relative, certains principes ou positions particulières :

¹⁰⁶En ce sens, il est utile de rappeler que les actionnaires demeurent les seuls habilités à élire les membres du Conseil d'administration et les vérificateurs comptables de l'entreprise. Ils sont également les seuls à pouvoir entériner ou répudier les modifications aux articles d'incorporation de l'entreprise et à approuver le régime de rémunération destiné à ses dirigeants. Afin de pouvoir rendre leurs décisions, les actionnaires ont accès à de nombreuses informations financières et stratégiques que l'on trouve au sein de la circulaire de sollicitation, de la notice annuelle et du rapport annuel de l'entreprise (lequel contient les états financiers). Or, les actionnaires n'ont pas seulement droit aux informations concernant les projets et la situation financière des entreprises au sein desquelles ils investissent, mais ils possèdent le droit de se prononcer sur toute orientation majeure (vente, fusion, acquisition) de l'entreprise au cours de l'assemblée annuelle. Instance au cours de laquelle ils peuvent même, en fonction de certaines dispositions légales, effectuer des propositions d'actionnaires sur lesquelles se prononcera l'ensemble des actionnaires d'une entreprise donnée. (Crêtes et Rousseau, 2002 : 595-609)

Shareholder advocacy is the use of an investor's shares to influence management and corporate behaviour on social and environmental issues. Shareholder advocacy includes proxy voting (establishing policies for voting shares on social and environmental issues), corporate engagement (communicating with management on particular issues), shareholder resolutions (filing or supporting shareholder proposals on social and environmental issues). (Schueth, 2003 : 190-191)

L'actionnariat engagé compte sur une multiplicité de moyens formels et informels afin d'influencer les entreprises. Dans le cadre de notre exposé, nous regrouperons ces différentes tactiques de façon suivante : l'exercice du vote des actionnaires, la communication (directe et indirecte) et le dépôt de résolutions d'actionnaires. De plus, nous postulerons que cet ordre correspond à une augmentation croissante du niveau d'intensité avec lequel un investisseur peut avoir recours aux dispositifs de l'actionnariat engagé.

D'un autre angle, il importe également de constater que l'utilisation de ces stratégies d'influence par les actionnaires ne constitue ni une révolution de la finance traditionnelle ni un engagement social ou environnemental en soi. En effet, l'innovation de l'actionnariat engagé dans la perspective de l'ISR se situe au niveau du contenu normatif des revendications mises de l'avant et non à celui des différentes stratégies que nous avons évoquées. Cependant, aborder des questions telles que les risques environnementaux, les droits des minorités visibles, les normes du travail ou encore les droits de l'homme constituent de nouveaux défis auxquels les entreprises se voient le plus souvent confrontées depuis les années soixante. (Crêtes et Rousseau, 1997 : 8) Or, même si les investisseurs institutionnels, et particulièrement les régimes de retraite, utilisent de manière croissante les moyens propres à l'actionnariat engagé (Verstegen et Dennis, 2003; Crêtes et Rousseau, 1997) cela ne signifie pas nécessairement que cet activisme porte sur les revendications propres au courant de l'ISR (Patry et Poitevin, 1995)¹⁰⁷.

¹⁰⁷Par exemple, CALPERS (California Public Employees' Retirement System), le plus grand régime de retraite de l'Amérique du Nord, publie régulièrement une liste des entreprises faisant partie de son portefeuille de placement et considérées comme sous-performantes par le régime de retraite. Cette stratégie est notamment utilisée afin de mettre de la pression sur les entreprises n'ayant pas atteint les objectifs (financiers) prévus par CALPERS. Ce processus comprend une série d'étapes,

Clarification sémantique

D'un point de vue sémantique, le terme générique d'actionnariat engagé peut être entendu comme l'équivalent de *Shareholder advocacy* généralement utilisé au sein de la littérature anglophone nord-américaine¹⁰⁸. Certains auteurs utiliseront plutôt la notion d'activisme actionnarial (*shareholder activism*) afin de décrire ces pratiques (Crane et Matten : 2004; Boatright, 1999). Il appert que ce dernier emploi sémantique peut confondre. En effet, l'activisme actionnarial comporte une connotation militante qui ne sied pas nécessairement à tous les types d'actionnaires engagés. Certains auteurs ne se gêneront pas pour affirmer que l'activisme des actionnaires se pose nécessairement en porte-à-faux et dans une logique de confrontation vis-à-vis du milieu des affaires (Crane et Matten, 2004 : 210; Hudson, 2005 : 642). Ces activistes se doteraient systématiquement de titre d'entreprises comme dispositif stratégique permettant de mener une campagne « éthique » auprès d'une entreprise donnée, sans avoir à se soucier de la valeur monétaire de leur avoir :

For campaigning NGOs, maintaining the value of the shares they have bought, normally for only a small sum, is not an object of concern. It seems quite legitimate for them to want to cause financial harm to a company, perhaps by encouraging consumer boycotts, if that is seen as the most effective way to achieve their aims and it is done in a non-violent way in accordance with the law. On the other hand it is hard to conceive of any circumstance in which SRI investors would actually want to see a decline in the value of the shares they hold. (Sparkes et Cowton, 2004 : 52)

Rappelons que c'était précisément en fonction d'une conception semblable de l'actionnariat engagé que Hudson avait exclu ce recours. Si certaines ONG ou groupes d'intérêts ont une attitude très militante lors de l'emploi des dispositifs liés à l'actionnariat engagé, ces techniques n'obligent en rien les actionnaires à adopter ce genre d'attitude¹⁰⁹. En réalité, bon nombre d'investisseurs traditionnels, et particulièrement les grands investisseurs institutionnels, font un usage courant des moyens techniques utilisés par les actionnaires engagés (Party et Poitevin : 1995).

dont des entretiens et diverses consultations avec les hauts dirigeants des entreprises susmentionnées.

¹⁰⁸Ces terminologies sont notamment employées par le SIF aux États-Unis et la SIO au Canada.

¹⁰⁹Pour plus de détails sur les pratiques des ONG en tant qu'actionnaires engagés, consultez Guay, Doh et Sinclair, 2004.

Cependant, ces derniers préféreront habituellement l'emploi de termes sémantiquement plus neutres tels que surveillance, supervision ou contrôle lors de l'utilisation de tels dispositifs. (Crêtes et Rousseau, 1997 : 12) Au final, l'actionnariat engagé, en tant que l'une des stratégies propres à l'ISR, est caractérisé par la nature des informations dites ESG promues par ce mouvement¹¹⁰.

3.2.2 Les critiques formulées à l'encontre de l'actionnariat engagé

Ainsi, tel que nous l'avons préalablement observé, l'investisseur socialement responsable poursuit théoriquement trois objectifs : faire du profit, ne pas bénéficier des activités non-éthiques des sociétés par actions et tâcher de les influencer de manière dite plus socialement responsable. Cependant, à la lumière de l'*argument du marché interrelié*, il n'apparaît pas aisé pour un investisseur tel que le RRUM de systématiquement s'abstenir de bénéficier des activités non-éthiques du marché. Ainsi, il semblerait que, dans le contexte actuel, la meilleure option pour les régimes de retraite soit de chercher à influencer le comportement des entreprises au sein desquelles ils investissent afin de veiller à ce qu'à terme ces dernières adoptent des stratégies plus socialement responsables. Malgré tout, certaines critiques surgissent quant à la légitimité de ces procédés, nous avons librement nommé ces arguments non-représentativité, conflit d'intérêts, incompetence et coûts supplémentaires.

L'argument de la non-représentativité

Un des arguments le plus souvent évoqué afin de critiquer l'utilisation de l'actionnariat engagé par les dirigeants d'un régime de retraite consiste à affirmer que ces derniers n'auraient pas la représentativité nécessaire afin d'exiger des entreprises qu'elles allouent des ressources aux fins du mieux-être général de la

¹¹⁰ Le SIO faisait la remarque suivante : « In recent years, many institutional investors have adopted a much more aggressive stance on governance issues. With this in mind, the SIO does not include assets subject to governance policies solely, if environmental and social issues are ignored, in its calculation of assets under management using broad SRI strategies ». (2007 : 8)

société ou encore de l'environnement. (Sethi, 2005 : 104) Ces façons de faire soulèveraient effectivement deux problèmes. D'une part, les dirigeants de régimes de retraite n'auraient habituellement pas de mandats de leurs membres pour agir à cette fin et, d'autre part, ce type de responsabilités serait l'apanage des gouvernements et non d'organisations à caractère privé tel le RRUM. Par exemple, la manière dont la chaîne américaine Winn-Dixie Store inc. adopta une politique de non-discrimination sur la base de l'orientation sexuelle souleva toute une controverse à New York :

The new policy was at the request of the New York City comptroller, William Thompson Jr., who has made a point of using the \$80 billion in investments held by the city's five pension funds to muscle companies like Winn-Dixie into making an array of social changes¹¹¹.

Pour Jon Entine, cette intervention musclée de Thompson représentait un dangereux précédent dans la mesure où elle contribuait à politiser de manière importante l'utilisation des actifs des employés de la ville de New York; conclusion d'ailleurs partagée par le maire de l'époque :

Not everyone, Mayor Bloomberg included, agrees with his methods. Some critics fear that such activism — which has a long tradition in New York City — could steer the city's pension funds into questionable territory and may not be in the best interest of those owed pensions [...] "I don't think that we should be using the city's investments policies...to advance social goals, no matter how admirable those goals are and no matter how much I believe in it," he said.¹¹²

Les gestionnaires de régime de retraite devraient se contenter de faire leur travail en représentant les intérêts économiques des membres des régimes de retraite qu'ils gèrent tout en laissant au gouvernement le soin de veiller au bien-être des populations et de leur environnement. En ce sens, ces commentateurs critiquent la légitimité de ces institutions et de leurs dirigeants à utiliser l'actionnariat engagé en raison de sa dimension inévitablement politique. (Entine, 2005 : 5).

¹¹¹Hafetz, D. 2004. « Thompson's use of pension cash faulted by some » dans le *New York Sun*, 22 Juillet.

¹¹²Ibidem

L'argument du conflit d'intérêts

Dans le même ordre d'idées, d'autres critiques argumentent que les dirigeants de régime de retraite utilisent à leur avantage le discours de l'actionnariat engagé afin de promouvoir leurs propres intérêts. À cet égard, ces derniers tâcheraient d'accroître leur contrôle sur les hauts dirigeants d'entreprises :

(...) it seems reasonable to suggest that the agenda of reform advanced by CSR advocates and their activist allies is designed to weaken the ability of corporate management and corporate directors to make decisions independent of shareholder pressure. (Manheim, 2004 : 13)

Dans son texte *Corporate Dissonance : The Strategic Use of CSR Investing*, l'américain Jarol Manheim postule la présence d'un agenda politique promu par une coalition des plus importants régimes de retraite américains – par le biais d'organisations tels le *Council of Institutional Investors* et le *National Coalition for Corporate Reform* – et des groupes d'activistes « anti-capitalistes ». Pour l'auteur, les interventions de ces groupes organisés viseraient essentiellement l'intérêt des grands syndicats et gestionnaires de régimes de retraite au détriment même de membres de ces organisations et de la population en général. En ce sens, l'ensemble des positions défendues et proposées par ces investisseurs institutionnels tendrait à augmenter le contrôle des investisseurs institutionnels sur les activités des grandes firmes américaines, et ce, au détriment du bien-être économique des membres de ces régimes de retraite et de la population en général.

Dans cette veine, on suspecterait même les dirigeants de régime de retraite de chercher à accumuler du capital politique en clamant défendre la veuve, l'orphelin et ses forêts aux dépens des bénéfices réels des membres des régimes de retraite. (Munnell et Sundén, 2005 : 34) En l'occurrence, la Déclaration de principes adoptée par l'UdeM ne serait-elle pas un moyen pour cette dernière de se créer du capital politique aux dépens du bien-être des membres du RRUM?

L'argument de l'incompétence

Un autre argument fréquemment soulevé à l'encontre de l'actionnariat engagé consiste à affirmer que les gestionnaires de portefeuille n'auraient en rien les compétences nécessaires afin de juger ce qui est réellement désirable d'un point de vue social et environnemental. (Simon, Powers et Gunnemann, 1972 : 46) En fonction de quelle expertise des gens spécialisés dans le domaine de la finance pourraient-ils indiquer aux entreprises ce qui est socialement ou environnementalement responsable? La nature des questions que soulèvent ces enjeux serait strictement politique et non pas financière. Bref, les dirigeants de régimes de retraite ne devraient pas jouer les apprentis sorciers avec l'argent des autres. En ce sens, Munnell et Sundén croient que « (...) *that investment policies are often still highly political.* » (2005 : 34) et dépasseraient les compétences des gestionnaires financiers.

Analyse critique de l'argument de la non-représentativité

Dans un contexte où, encore une fois, la fracture entre le contrôle et la propriété des régimes de retraite demeure extrêmement marquée, l'argument de la non-représentativité présente un défi de premier ordre. Tel que nous l'avons exploré, un fiduciaire doit veiller au meilleur intérêt de son ou ses mandataires et, par conséquent, respecter l'autorité de sa chaîne de gouvernance. Or, les interventions caractéristiques à l'actionnariat engagé ont pour objectif d'obtenir un impact normatif fondé sur une conception éthique de ce que devraient faire les entreprises. On peut considérer que les causes promues, ainsi que le niveau d'intensité avec lesquelles elles seront défendues, requièrent bel et bien des prises de décision d'ordre politique. Le niveau d'actionnariat légitime d'un gestionnaire de régime de retraite repose en réalité sur les mandats et la marge de manœuvre attribués par les règlements et politiques propres à chaque régime de retraite dans le contexte légal de leurs responsabilités fiduciaires.

Rappelons que les régimes de retraite tel le RRUM sont principalement gouvernés par deux instances : l'Assemblée des membres et le Comité de retraite. Le Comité de retraite dispose pratiquement de tous les pouvoirs concrets liés à l'administration des régimes de retraite. D'un autre côté, l'Assemblée des membres représente la structure la plus démocratique d'un régime de retraite et, par conséquent, est la structure la plus adéquate pour délibérer des intérêts qui devraient être privilégiés par les dirigeants d'un régime de retraite donné.

Sur la composition du Comité de retraite

Étonnamment, aucune disposition légale ne fait en sorte de garantir le contrôle du Comité de retraite d'un régime par les membres de l'Assemblée. Par exemple, la Loi québécoise demeure relativement floue quant à la composition d'un comité de retraite. Celle-ci stipule seulement l'obligation d'y voir siéger au moins un administrateur indépendant, deux représentants des participants actifs et deux représentants des participants non actifs¹¹³ (LRQ chapitre R-15.1, a. 147). Cependant, elle reste muette au sujet du nombre total des membres devant siéger sur le Comité de retraite. Selon Me Marcel Rivest, avocat spécialisé dans les cas de litige entourant les régimes de retraite, cette disposition légale laisse à l'employeur la possibilité d'exercer un contrôle légal du comité de retraite (1995 : 166). Pour y parvenir, celui-ci n'aurait besoin que de constituer un comité de retraite comprenant une majorité de membres votants provenant de la partie patronale. Bien que ce genre de disposition doive faire l'objet d'une entente contractuelle unissant employeur et employés, Rivest pose que les employés et leurs représentants n'ont généralement pas accordé une attention suffisante à ces dispositions. Par ailleurs, ce dernier argumente que la conjoncture légale soutenant cette façon de faire serait tout simplement anachronique et désuète en raison de la compétence historique des employeurs à mieux gérer les capitaux. Incidemment, les entreprises ont

¹¹³En vertu de l'article 147 de la *Loi québécoise sur les régimes complémentaires de retraite*, les représentants des membres actifs et non-actifs d'un régime de retraite doivent être élus au cours de l'assemblée annuelle du régime de retraite. Cependant, les dispositions de la loi spécifient qu'un seul des deux représentants de chaque catégorie possède automatiquement un droit de vote.

généralement obtenu un contrôle majoritaire sur la composition des Comités de retraite (Rivest, 1995 : 167; Rebello, Adib et Blondin, 2000 : 39). Qu'en est-il du RRUM?

À l'UdeM, l'employeur (le Conseil de l'Université) compte 9 délégués officiels en plus d'un membre du personnel d'encadrement administratif. Pour leur part, les autres employés (non-membres du corps administratif de l'Université) délèguent 6 représentants au comité de retraite, tandis que les retraités en comptent seulement 2. De surcroît, le comité de retraite compte un membre indépendant tel que le requiert officiellement la loi (LRQ chapitre R-15.1, a. 147)¹¹⁴. En comptabilisant ces données, on constate que l'assemblée des membres n'élit que 9 des 18 membres dudit Comité de retraite et que, parmi ceux-ci, il y en a au moins un directement associé au corps administratif de l'Université. Ainsi, nous pouvons dire que le Comité de retraite du RRUM fait l'objet d'un contrôle effectif de la part de l'employeur.

Malgré tout, d'un point de vue légal, la responsabilité fiduciaire d'un Comité de retraite s'exerce envers les membres du RRUM et non envers l'employeur : « Le comité de retraite doit agir avec prudence, diligence et compétence, comme le ferait en pareilles circonstances une personne raisonnable; il doit aussi agir avec honnêteté et loyauté dans le meilleur intérêt des participants ou bénéficiaires » (LRQ chapitre R-15.1, a. 151). Cette situation contribue à alimenter une disjonction forte entre le contrôle du RRUM et sa propriété.

En ce qui concerne le RRUM, rappelons, en premier lieu, que l'UdeM a adopté par le biais de ses instances officielles (Assemblée Universitaire, Comité exécutif et le Conseil de l'Université) une Déclaration de principes sur les achats et les placements socialement responsables qui mentionne notamment :

¹¹⁴Régime de retraite de l'Université de Montréal (RRUM) (2006) *Rapport annuel du Comité de retraite 2005*. Site internet : <http://www.rrum.umontreal.ca/documents/documents/Rapportannuelcomite2005.pdf>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007, p. 2

l'Université encourage ses instances, la communauté universitaire, le RRUM et le Fonds de dotation, dans le respect des lois et règlements qui les régissent respectivement, à être sensibles et attentifs aux questions éthiques relatives à l'environnement et au développement social dans leurs décisions et activités.
(Annexe B)

À la suite de l'adoption de cette déclaration, le Comité de retraite en est finalement venu à préciser ses directives en matière de droit de vote notamment de manière à intégrer des éléments de responsabilités sociales et environnementales. Considérant que le Comité de retraite est le seul légalement habilité à prendre des décisions d'ordre financières, cela ne semble pas poser de problème légal. Cependant, d'un point de vue moral et politique, compte tenu de l'importance de telles dispositions, il est étonnant de constater que cette modification à la politique de droit de vote du RRUM ne fut soumise à aucun vote formel de ses membres.

Analyse critique de l'argument du conflit d'intérêts

Dans cet ordre d'idées, nous sommes d'avis qu'un argument tel que celui du conflit d'intérêts représente ici une importante mise en garde plutôt qu'une réelle remise en question de la légitimité de l'actionnariat engagé. Manifestement, les dirigeants de régimes de retraite ne devraient pas chercher à promouvoir leurs intérêts au détriment de leurs membres lors de la pratique de l'une des trois techniques associées à l'actionnariat engagé. Il s'agit là d'un concept moral de base intrinsèque à leur responsabilité fiduciaire et peu sujet à controverse. La question soulevée par cet argument consiste à déterminer si la description de Jarol Manheim décrivant l'actionnariat engagé comme une poursuite d'objectifs politiques aux seules fins des gestionnaires de régime de retraite, des centrales syndicales et des activistes « anti-capitalistes » constitue la norme ou l'exception.

Il appert que l'on peut effectivement détecter la présence d'un certain agenda social et environnemental défendu de manière plus ou moins tacite par les tenants de l'ISR. (Proffitt et Spicer, 2006) Par contre, il ne semble pas évident que la promotion de cet agenda se fait nécessairement aux dépens des membres des régimes de retraite et de la population en général. En ce sens, l'argument de Manheim se traduit en

de cet agenda se fait nécessairement aux dépens des membres des régimes de retraite et de la population en général. En ce sens, l'argument de Manheim se traduit en réalité par une critique du contenu normatif des revendications mises de l'avant par les gestionnaires se réclamant de l'actionnariat engagé. Pourtant, tel que nous l'avons vu dans le chapitre 1, ce type d'action pourrait être légitimé d'un point de vue moral si le contenu normatif défendu par le gestionnaire vise à corriger les erreurs du marché. De plus, tel que nous venons de l'examiner, des requêtes d'ordre plus « politiques » pourraient être considérées légitimes dans la mesure où elles défendent le meilleur intérêt des participants et des bénéficiaires d'un régime de retraite¹¹⁶. Une disposition d'autant plus appuyée si l'Assemblée annuelle d'un tel régime de retraite fournissait son assentiment à de telles initiatives. Dans tous les cas, il demeure évident que l'utilisation des privilèges d'actionnaires par les gestionnaires, ou leurs gestionnaires délégués, ne devrait en aucun cas servir les fins personnelles de ces derniers. Cependant, dans la mesure où les normes de gouvernances décrites par Manheim concordent avec les normes de bonne gouvernance d'entreprise promues par l'OCDE¹¹⁷, la généralisation de son argument, et d'un complot « anti-capitaliste », semble peu pertinente.

Analyse critique de l'argument de l'incompétence

Lorsqu'on examine de près la critique de l'incompétence, il est également important de remarquer qu'elle implique une thèse sous-jacente selon laquelle déterminer avec compétence ce qui est éthique ou non résulterait, ni plus ni moins, à postuler qu'il s'agit là d'un champ d'expertise et de pratique réservés. Or, cette conception de l'éthique comme un champ d'intervention spécialisé soulève chez Weinstock quelques problèmes fondamentaux et, en réalité, ne correspond guère au véritable rôle d'un professionnel de l'éthique : « Le rôle de l'éthicien dans une

¹¹⁶Tel que nous l'avons exploré au sein du chapitre 2, la notion de meilleur intérêt peut également faire l'objet d'une interprétation plus générale.

¹¹⁷Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) (2004) *Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE*. Site internet : <http://www.oecd.org/dataoecd/32/19/31652074.PDF>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

démocratie n'est pas de régler nos plus graves problèmes d'éthique, mais de les éclairer afin que le débat démocratique puisse se faire dans des termes adéquats qui cernent véritablement le (ou les) nœud(s) du problème. » (2006 : 9) À ce titre, « *The wisdom required to decide questions of social policy and social injury is diffuse; no one profession or vocation is unlikely qualified to find solutions* ». (Simon, Powers et Gunnemann, 1972 : 64) En réalité, tel que nous l'avons examiné chez Rawls, la notion même de responsabilité morale exige un certain nombre de capacités délibératives que l'on reconnaît la plupart du temps aux individus (majeurs) d'une société démocratique. Incidemment, l'idée selon laquelle les dirigeants de régimes de retraite n'auraient pas les compétences pour se positionner par rapport aux dilemmes moraux que soulève l'investissement responsable se traduit plutôt par l'idée selon laquelle ceux-ci n'auraient pas nécessairement la légitimité de déterminer les positions normatives auxquelles adhèreraient leurs membres. Bref, l'argument de l'incompétence constitue plutôt une manière détournée de soutenir l'argument de la non-représentativité et, par conséquent, ne constitue pas en soi une objection de nature différente.

3.2.3 L'actionnariat engagé une dépense supplémentaire?

À l'image de l'argument déployé en lien avec les filtres d'investissements, une autre critique que l'on peut formuler à l'encontre de l'actionnariat engagé consiste à postuler que l'exercice de ces dispositifs constitue d'importantes dépenses supplémentaires. Par extension, octroyer proportionnellement trop de ressources humaines ou matérielles à la résolution de ces conflits pourrait entraîner un bris de responsabilité fiduciaire par les administrateurs et gestionnaires d'un régime de retraite.

Encore une fois, l'acquisition d'informations éthiques sur les activités des entreprises exige une certaine expertise, du temps et des investissements. Mentionnons que le seul fait d'assurer de manière diligente et compétente l'exercice du droit de vote rattaché aux nombreuses actions possédées par un gestionnaire de

portefeuille constitue en soi un investissement non négligeable. De plus, lorsque nous considérons les autres stratégies propres à l'actionnariat engagé tels la communication et le dépôt de propositions d'actionnaires, il est raisonnable de croire que plus nous augmentons le niveau d'intensité avec lequel nous avons recours à l'actionnariat engagé, plus les coûts associés seront substantiels. Si nous reprenons l'exemple de Winn-Dixie, l'implication de première ligne du contrôleur général de plusieurs des régimes de retraite de la ville de New York dans ce dossier n'implique-t-elle pas une dépense significative? N'a-t-il pas investi un temps précieux à veiller au bien-être des gays et lesbiennes américains plutôt qu'aux stricts intérêts des membres des différents régimes de retraite sous sa supervision?

Analyse critique de l'argument des dépenses supplémentaires

L'argument des dépenses supplémentaires nécessite quelques nuances importantes. D'un point de vue empirique, Crêtes et Rousseau répertoriaient plusieurs situations où les investisseurs institutionnels usaient de manière traditionnelle des dispositifs propres à l'activisme institutionnel :

- 1) Abus de pouvoir par la direction ou par l'actionnaire majoritaire
 - 2) Responsabilité fiduciaire envers le client
 - 3) Taille et nature des investissements
 - 4) Manque de confiance à l'égard des habiletés de la direction
 - 5) Insatisfaction concernant le rendement de l'entreprise
 - 6) Difficulté de disposer des investissements
 - 7) Baisse de la valeur des actions
 - 8) Activisme de la part des autres institutions
 - 9) Absence de possibilités d'investissements alternatifs.
- (1997 : 116)

Bien qu'il soit important de mentionner que l'activisme institutionnel dont les auteurs traitent dans ce contexte ne concerne pas, *a priori*, les enjeux liés à l'ISR ou encore à la RSE¹¹⁸, il n'en demeure pas moins que ces facteurs fournissent des indices sur l'importance du phénomène. Ceux-ci nous permettent de comprendre que, traditionnellement, les grands investisseurs préféreraient faire usage d'une façon plus sentie de leur droit de vote et de leur influence. En nous inspirant des remarques de Crêtes et de Rousseau, nous nous pencherons sur deux différents types

¹¹⁸L'activisme institutionnel dont il est question dans le travail de Crêtes et Rousseau se veut être essentiellement des interventions de nature financière visant habituellement à défendre les intérêts économiques des gestionnaires.

de contre-arguments factuels, les investisseurs institutionnels comme propriétaires universels et l'obligation fiduciaire de leurs gestionnaires, qui permettent de remettre en question l'idée que ce procédé pourrait représenter une dépense injustifiée.

D'après les populaires thèses de Monk et Minow, il y aurait lieu de croire que la plupart des grands régimes de retraite nord-américains seraient désormais compris comme des investisseurs universels. (1996) Ce faisant, il leur serait désormais moins facile d'utiliser la fameuse option de l'*exit* caractéristique au marché, car il leur est plus difficile de se départir significativement de leurs actifs sans en souffrir de manière tout aussi sentie¹¹⁹. En ce sens, une supervision économique plus étroite des entreprises dans leur ensemble se profile de plus en plus comme choix logique. Elle n'est plus considérée comme une dépense, mais bien un investissement à long terme¹²⁰.

Autrement, il est intéressant de constater qu'aux dires de Crêtes et Rousseau, la présence d'une responsabilité fiduciaire stimulerait les gestionnaires de fonds à un plus grand activisme. En regard de l'exercice du droit de vote, remarquons en premier lieu que certains gestionnaires s'abstiennent tout simplement d'exercer leur droit de vote ou encore votent systématiquement en fonction des recommandations de vote émises par les conseils d'administration des entreprises qu'ils détiennent. De telles stratégies permettraient notamment d'économiser des coûts de gestion en évacuant toute l'analyse et la logistique nécessaires à l'exercice sérieux de ce droit de vote des actionnaires. Or, selon l'organisme canadien SHARE :

Ces deux pratiques enfreignent le devoir de fiduciaire des gestionnaires de portefeuille, qui consiste à exercer les votes clés des caisses faisant partie de

¹¹⁹À titre d'exemple, rappelons que le Fonds de solidarité de la FTQ s'était retiré pour des raisons idéologiques de l'entreprise canadienne de confection de vêtement Gildan Inc. à la suite d'allégations de pratiques antisyndicales. Or, ce retrait ne s'était pas effectué brutalement, mais de façon étendue dans le temps de manière à protéger la valeur des actions des cotisants du Fonds de solidarité qui possédait à ce moment un pourcentage important des actions de l'entreprise.

Les Affaires. 2003 « Le Fonds de solidarité FTQ se retire de Gildan » dans *Les Affaires*, 12 novembre

¹²⁰Pour compléter notre exemple, signalons que ce retrait du Fonds de solidarité, ne s'était concrétisé qu'en tout dernier recours après avoir vainement tenté d'influencer positivement la direction de Gildan.

Ibidem

leur clientèle – votes représentant les actifs des caisses – dans le seul intérêt des membres et des bénéficiaires des régimes de ces caisses¹²¹

Une position notamment partagée par Michel Lizée qui mentionne que :

S'il y a un aspect où trop de comités de retraite ont aveuglément délégué leurs responsabilités fiduciaires à leur gestionnaire sans instructions et sans aucune forme de rétroaction ni d'imputabilité, c'est bien celui de l'exercice des droits de vote des actions détenues par la caisse de retraite. (2004 : 192)

Dans cette veine, rappelons que depuis peu la US Securities and Exchange Commission (SEC) tente de remédier au laxisme des investisseurs institutionnels en obligeant les gestionnaires de fonds mutuels à dévoiler publiquement leur rapport de vote.

De plus, en 2003, la US Securities and Exchange Commission (SEC) a adopté le règlement 30b1-4 de l'Investment Company Act. En vertu de ce règlement, les gestionnaires de fonds mutuels et de divers autres fonds doivent divulguer leurs rapports de vote discrétionnaire sur un formulaire prévu à cet effet¹²².

De même, le Canada est actuellement en voie d'adopter des mesures similaires avec la parution de l'article IN 81-106 qui exigerait notamment des fonds communs de placements et des régimes de retraite la même transparence¹²³. En ce sens, l'adoption d'une politique de droit de vote et son application diligente n'apparaît pas être un luxe d'autant plus que toujours selon le rapport de SHARE :

73 pour cent des firmes ayant participé à l'enquête 2006 ont révélé qu'on avait laissé à leur entière discrétion l'exercice des votes de procuration pour plus de 85 pour cent des actifs des caisses de retraite qu'ils gèrent. En d'autres termes, ces firmes ne reçoivent aucune directive ni aucune orientation générale de la part des caisses de retraite faisant partie de leur clientèle quant à la façon dont elles doivent exercer les droits de vote¹²⁴.

Dans un tel contexte, il est périlleux d'avancer que l'exercice socialement responsable des droits de vote représenterait *a priori* des coûts supplémentaires en termes de frais de gestion. Il s'agit plutôt d'un investissement nécessaire à un bon

¹²¹ Shareholder Association for Research and Education (SHARE) (2007) *Enquête sur les votes clés 2006*. Site internet : http://www.share.ca/files/2006_Proxy_Survey_French.pdf, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007, p. 9

¹²² Ibid, p.8

¹²³ Ontario Securities Commission (OSC) (2004) *Proposed National Instrument 81-106 Investment Fund Continuous Disclosure*. Site Internet : www.osc.gov.on.ca/Regulation/Rulemaking/Current/Part8/rule_20040528_81-106_pro-ni-ifcd.pdf, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007, p. 22

¹²⁴ Shareholder Association for Research and Education (SHARE) (2007) *Enquête sur les votes clés 2006*. Site internet : http://www.share.ca/files/2006_Proxy_Survey_French.pdf, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007, p. 7

accomplissement des mandats fiduciaires des gestionnaires de fonds et des membres de comités de retraite.

À ce titre, le rapport du groupe de travail sur les achats et les placements socialement responsables de l'UdeM abondait en ce sens : « En effet, le Groupe de travail privilégie l'approche de l'actionnariat engagé au tamisage et à l'investissement communautaire même s'il ne les rejette pas pour autant¹²⁵. » Une disposition qui aurait notamment menée à la modification de la politique de droit de vote du RRUM pour la rendre plus socialement et environnementalement responsable. En effet, en fondant sa politique de droit de vote sur les notions de rentabilité, de transparence et d'imputabilité, le Comité de retraite mentionne notamment qu'il appuiera l'adoption de propositions d'actionnaires visant le respect des droits de l'homme, des conventions de l'OIT, des principes du CERES et de la politique environnementale de l'Université. Ainsi, il y est notamment mentionné que le RRUM :

appuie les propositions demandant l'adoption d'un code de conduite basé sur les principes énoncés dans les documents nommés ci-haut dans la mesure où les coûts et risques potentiels qui pourraient résulter de la mise en œuvre de ce code sont précisés et jugés satisfaisants. (Annexe E)

Le RRUM semblerait théoriquement disposé à s'acquitter de son devoir fiduciaire et de ses obligations morales de supervision en ce qui concerne l'exercice des droits de vote¹²⁶. Malgré tout, jusqu'à ce jour, il n'est guère possible de le démontrer de manière probante. À l'heure actuelle, il est ardu de vérifier si les droits de vote du RRUM ont bel et bien été exercés de manière correspondante à cette dite politique de vote. Les résultats des votes effectués par les gestionnaires du RRUM ne sont

¹²⁵ Groupe de travail sur les achats et les placements socialement responsables (2002) *Rapport du groupe de travail sur les achats et les placements socialement responsable*. Site internet : www.caapsr.umontreal.ca/documents/rapport_final_GTARP.pdf, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007, p. 32

¹²⁶ Au moment d'écrire ces lignes, le RRUM délègue à ses gestionnaires la responsabilité d'exercer ces droits de vote en fonction de sa politique de droits de vote. Cependant, afin d'attester de la conformité des votes enregistrés avec cette dite politique, le RRUM embauchera une firme de vérification externe, chose qui au moment d'écrire ces lignes n'était pas encore faite. Cette information nous fut confirmée lors d'un entretien avec Mme Andrée Mayrand, directrice de la gestion des placements du RRUM, le 19 octobre 2007.

toujours pas disponibles aux membres du RRUM et encore moins au public en général¹²⁷. S'agit-il d'une question de temps? L'avenir nous le dira.

3.2.4 Sur les conséquences de l'actionnariat engagé

Bien qu'elle soit moins présente au sein de la littérature universitaire sur l'ISR¹²⁸, l'idée selon laquelle l'actionnariat engagé n'aurait pas un impact significatif sur le comportement des entreprises doit néanmoins être examinée avec attention. Nous soulignerons deux facteurs qui pourraient concourir à un tel constat. D'une part, l'actionnariat engagé ne reçoit habituellement qu'un faible appui des actionnaires, et ce, particulièrement lorsqu'on examine le résultat des votes de propositions à caractère social et environnemental lors des assemblées générales des sociétés par actions. En effet, l'étude de Proffitt et Spicer (2006) ainsi que les résultats comptabilisés par SHARE démontrent clairement que très peu des propositions dites à caractère social et environnemental vont chercher un appui supérieur à 10 ou 20 % des votes¹²⁹. D'autre part, on peut également mentionner que, d'un point de vue juridique, les pressions d'actionnaires ainsi que leurs propositions ne sont guère contraignantes et ont un impact légal très limité. Par exemple, aux États-Unis :

At present, the vast majority of shareholder proposal under SEC Rules 14a-8 must be phrased as recommendations rather than as directives to the board. If a precatory proposal passes but the board of directors decides after due deliberation not to accept the shareholders' recommendation, the board's decision currently is protected by the business judgment rule. (Bainbridge, 2007 : 156)

¹²⁷Cette information nous fut confirmée lors d'un entretien avec Mme Andrée Mayrand, directrice de la gestion des placements du RRUM, le 19 octobre 2007.

¹²⁸Dans le cadre de nos recherches, nous avons constaté que les critiques de l'actionnariat engagé ont le plus souvent attaqué la légitimité des dirigeants et gestionnaires de régimes de retraite à user du pouvoir d'influence que leur fournissait leur position de direction, plutôt que critiqué d'un point de vue strictement conséquentialiste la potentielle inefficience de ces activités.

¹²⁹Il en va cependant autrement des propositions qui traitent des enjeux relatifs à la bonne gouvernance d'entreprise, qui, soit dit en passant, font également partie des critères d'analyse dits ESG (le G pour gouvernance). Dans le contexte de cette succincte analyse, nous avons préféré en faire abstraction afin d'isoler l'actionnariat engagé plus spécifiquement lié au domaine de l'ISR versus l'actionnariat engagé plus « traditionnel » qui examine généralement ces paramètres.

Bref, la séparation du contrôle de la firme et de sa propriété demeure encore très ancrée au sein des façons de faire nord-américaines.

Analyse critique

Une fois de plus, il importe d'apporter des nuances aux deux raisons remettant en cause l'impact de l'actionnariat engagé. À l'opposé des thèses préalablement examinées, la plupart des observateurs du milieu de l'ISR postulent que les procédés propres à l'actionnariat engagé peuvent avoir une influence importante sur les façons de faire des entreprises, et ce, malgré les appuis parfois décevants que reçoivent certaines propositions d'actionnaires et l'impact juridique limité de ces dernières :

While all shareholder proposals are advisory to management, even those with low vote outcomes have the potential to stimulate problem-solving behavior, collaboration, and policy change. They focus managerial attention publicly and officially on the issue. (Proffitt et Spicer 2006 : 171)

À titre d'exemple, on peut évoquer le signal important que constitua l'appui de 36 % des actionnaires à la proposition soumise par le Regroupement pour la responsabilité sociale et l'équité (RRSE) auprès d'Alcan. Cette proposition exigeait notamment de l'aluminerie qu'elle mette sur pied un comité consultatif indépendant afin de mieux encadrer les relations entre celle-ci et les populations de la région de l'Utkal. En effet, de nombreuses controverses sociales entouraient ce projet dans la mesure où l'ouverture d'une mine de bauxite allait nécessiter le déplacement de plusieurs milliers de personnes de cette région pauvre de l'Inde¹³⁰. Depuis, Alcan décida de se retirer du projet, entre autres, parce que l'entreprise considérait qu'elle « n'avait pas les coudées franches en matière de développement durable. »¹³¹ Aux dires mêmes des proposeurs, cette réaction n'était pas celle souhaitée par ces derniers. En effet, leur proposition ne mettait pas de l'avant l'idée de se retirer du projet, mais de veiller à un plus grand respect des droits des populations locales. Néanmoins,

¹³⁰Shareholder Association for Research and Education (SHARE) (2007) *Enquête sur les votes clés 2006*. Site internet : http://www.share.ca/files/2006_Proxy_Survey_French.pdf, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007, p.33

¹³¹Les Affaires. 2007 « L'aventure indienne d'Alcan lui aura coûté 50 Millions » dans *Les Affaires*, 21 avril, p. 9

considérant que la décision de la direction d'entreprise est survenue au cours du même mois¹³² que l'assemblée d'actionnaires où ladite proposition reçut cet appui, il est difficile de croire que les préoccupations de ces actionnaires n'ont pas eu à jouer dans la décision d'Alcan. En ce sens, même si les actionnaires ne se manifestent pas majoritairement en faveur d'une proposition à caractère sociale ou environnementale, l'atteinte de la masse critique d'appuis de plus de 10 à 15 % contribue à fournir des signaux importants aux dirigeants d'entreprises. Bref, ces signaux ne passent pas aussi inaperçus que les détracteurs de l'ISR voudraient bien le laisser croire, et ce, particulièrement lorsque les investisseurs institutionnels se mettent de la partie :

The voting of proxies is another form of activism that can have a significant impact on corporate governance, particularly when institutional investors hold a fairly large percentage of a given company's shares. (Verstegen et Dennis, 2003: 322)

De plus, remarquons qu'au-delà d'attirer l'attention des autres actionnaires sur les problématiques propres à une entreprise, la technique du dépôt de propositions d'actionnaires constitue parfois tout simplement un moyen pour un groupe d'actionnaires d'amorcer un dialogue avec les dirigeants d'entreprise parfois resté lettre morte aux premières tentatives de contact. Règle générale, lors d'un dépôt de propositions d'actionnaires, les directions d'entreprises éviteront la publication d'une proposition divergente au sein de leur circulaire de sollicitation de procuration et tâcheront préalablement d'arriver à un arrangement avec les demandeurs :

A second measure of success is the voluntary withdrawal of a submitted proposal by its sponsors. Usually the result of a negotiated settlement with management, a withdrawal can be viewed as a success in the sense that proponents have been satisfied enough to take the step of withdrawing a proposal that otherwise would come to a vote. (Proffitt et Spicer, 2006 : 174)

D'un point de vue québécois, on dénombre actuellement deux organisations actives dans le domaine de l'actionnariat engagé : le RRSE et le Mouvement d'éducation et de défense des actionnaires (MÉDAC). En effet, les missions respectives de ces deux organisations comprennent l'idée de promouvoir une plus grande responsabilité sociale des entreprises par un dialogue actif avec les sociétés par

¹³²La circulaire de sollicitation de procuration convoquant l'assemblée des actionnaires du 27 avril 2006 avait été rendue préalablement disponible le 8 mars 2006.

actions¹³³. Historiquement, on remarque que lorsque ces dialogues n'ont pas été jugés suffisamment satisfaisants par ces organisations, celles-ci ont eu recours aux propositions d'actionnaires afin de diffuser plus largement leurs préoccupations et de tenter d'avoir un impact normatif plus important sur les entreprises. Mentionnons, de plus, l'existence de la Coalition étudiante Trans-Actions Responsables qui s'intéresse de près à la responsabilité sociale et environnementale des universités québécoises¹³⁴. Autrement, d'un point de vue canadien, les organismes SHARE et SIO œuvrent tous deux à la diffusion d'informations et aux recherches dans ce domaine¹³⁵.

Dans la mesure où les recherches de Proffitt et de Spicer ont démontré qu'une implication sentie des régimes de retraite au sein de ces campagnes d'actionnaires augmentait de manière significative leur effectivité (2006), il appert que, si le RRUM et d'autres importants régimes de retraite s'impliquaient auprès de ces associations pour ponctuellement leur apporter leur soutien en appuyant explicitement et publiquement leurs campagnes, ils pourraient avoir un impact significatif au sein des milieux d'affaires québécois et canadiens. Ainsi, les régimes de retraite, tel le RRUM, pourraient, monnayant quelques efforts de coopération avec des organisations cherchant à influencer de manière positive le milieu des affaires, contribuer à structurer quelques-unes des questions normatives entourant l'investissement socialement responsable au Québec et au Canada.

¹³³Regroupement pour la responsabilité sociale et l'équité (RRSE) (2007) *Mission*. Site internet : <http://www.rkse.org/mission.htm>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007; Mouvement d'éducation et de défense des actionnaires (MÉDAC) (2007) *Qui sommes nous ? – Mission*. Site internet : http://www.medac.qc.ca/index.php?option=com_content&task=view&id=19&Itemid=6, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

¹³⁴Coalition Trans-Actions Responsable (2007) *Mission*. Site internet : http://www.coalitionresponsable.org/index.php?option=com_content&task=view&id=93&Itemid=40&lang=fr, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

¹³⁵Shareholder Association for Research and Education (SHARE) (2007) *Que faisons-nous ?* Site internet : http://www.share.ca/fr/que_faisons_nous, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007; Social Investment Organization (SIO) (2007), *Page principale*. Site internet : <http://www.socialinvestment.ca/>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

3.2.5 Remarques finales sur l'actionnariat engagé : s'impliquer au-delà du vote?

Au final, l'efficacité des stratégies propres à l'actionnariat engagé repose en réalité sur les capacités et la volonté politique des interlocuteurs en place à effectuer des pressions normatives effectives. En ce sens, les intérêts et la manière dont seront exercés les rapports d'influences entre ces différents interlocuteurs aura un impact déterminant sur les résultats de chaque type de tentative d'influence positive. Ainsi, lorsque nous traitons d'actionnariat engagé, la principale question qu'il convient d'examiner consiste à savoir jusqu'à quel point les gestionnaires de régimes de retraite ont le devoir ou encore la possibilité d'entreprendre de telles démarches? Pour quelles causes en particulier? Jusqu'où devraient-ils aller? Quel niveau de ressources devraient-ils investir dans ces activités? Ainsi au-delà d'une approche « passive » qui consisterait minimalement à exercer de manière moralement cohérente son droit de vote, un régime de retraite tel que le RRUM devrait-il directement entrer en contact avec des entreprises ou même soumettre des propositions lors de l'assemblée des actionnaires?

Manifestement, il s'agit là d'une question délicate et dans le cadre de cette section nous avons principalement tâché de faire ressortir qu'une bonne réponse devrait examiner deux types de facteurs interreliés, soit : l'ampleur des coûts supplémentaires que pourraient engendrer de telles initiatives et la volonté des membres du régime de retraite de voir leurs dirigeants s'y investir de façon substantielle. En ce sens, il semblerait à propos, pour les dirigeants du RRUM, de clarifier leur mandat auprès de leurs instances officielles avant de s'investir, à proprement parler, dans une campagne d'actionnaires :

From the standpoint of beneficiary well-being, it seems clear that fund managers focused on their fiduciary duty should use their funds to undertake return-diminishing social agendas only when the beneficiaries themselves have requested or approved such an activism program. (Verstegen et Dennis, 2003 : 322)

Dans le contexte d'une Déclaration de principes sur les achats et les placements socialement responsables par les instances officielles de l'UdeM, certains éléments

nous laissent croire que les membres de cet établissement étaient disposés à faire usage de l'actionnariat engagé afin de promouvoir une plus grande responsabilité sociale dans le milieu des affaires. Cependant, il semblerait que bon nombre des initiatives initialement promues par l'adoption de cet énoncé de politique soient encore inefficaces.

À ce titre, rappelons que le CAAPSR était notamment chargé d'examiner avec plus d'exactitude la nature des positions normatives à privilégier dans le contexte de l'ISR et de veiller à les promouvoir auprès de la communauté universitaire. Pourtant, malgré le fait que cette instance existe depuis 2003, il ne semble pas encore y avoir eu de consultation efficace des membres du RRUM sur ces enjeux. Jusqu'à ce jour, on peut affirmer qu'outre l'adoption par le Comité de retraite du RRUM d'une résolution modifiant la politique de droit de vote du régime de retraite, peu de choses ont encore été accomplies dans ce domaine. À l'heure actuelle, rappelons que le RRUM ne divulgue toujours pas la manière dont fût exercé son droit de vote, sans quoi il est difficile de déterminer si oui ou non ses gestionnaires ont adéquatement respecté sa politique.

De façon tout aussi problématique, nous constatons que le CAAPSR ne s'est réuni que deux fois depuis septembre 2005¹³⁶. Pour un comité qui avait notamment comme mandat de réfléchir, de consulter et de sensibiliser la communauté universitaire dans ce domaine, il semblerait malheureusement qu'il se soit récemment voué à un mutisme quasi total. De plus, il nous appert particulièrement problématique que depuis 2003 l'Assemblée des membres du RRUM n'ait pas encore été saisie d'une proposition permettant d'orienter le travail des dirigeants du régime de retraite eu égard au niveau d'actionnariat engagé qu'il devrait mettre de l'avant. Bien que le Comité de retraite dispose effectivement de la latitude légale à prendre toutes les décisions d'ordre financier, nous avons tout au long de ce

¹³⁶ Cette information nous fut confirmée par Vincent Ranger, coordonateur aux affaires universitaires de la Fédération des associations étudiantes du campus de l'Université de Montréal et membres du CAAPSR.

mémoire tenté de démontrer qu'au-delà d'un point de vue strictement légal, les activités du RRUM et, plus largement les investisseurs institutionnels canadiens, devraient considérer plus attentivement leurs responsabilités d'ordre moral. À notre sens, il s'agit là d'orientations suffisamment générales ayant trait au contenu formel et symbolique du rôle que le RRUM devrait socialement assumer pour faire l'objet d'un débat au sein de l'Assemblée des membres. Soulever avec sérieux ces questions au sein de l'Assemblée des membres permettrait au RRUM de se doter de positions plus claires dans ce domaine. Cela permettrait notamment de clarifier le niveau d'implication et de ressources que devraient allouer les dirigeants de cet investisseur institutionnel aux fins d'une plus grande responsabilisation des entreprises.

Conclusion : Chapitre 3

À la suite de l'examen des différents arguments tantôt en faveur, tantôt en défaveur des filtres d'investissements éthiques et de l'actionnariat engagé, nous constatons qu'il ne semble pas subsister d'objections suffisamment fortes permettant de systématiquement exclure ces deux options des stratégies financières d'investisseurs institutionnels tel le RRUM. Dans cette veine, Andrée De Serres faisait état de cette compatibilité en déclarant :

Le mouvement de finance responsable, sans représenter un nouveau paradigme, impose son influence sur la finance traditionnelle en la réorientant vers une performance financière tenant compte d'externalités souvent laissées en arrière sur le plan de la performance sociale et environnementale. (2004 : 122)

Bref, les techniques propres à l'ISR ne révolutionnent pas le contexte de la finance traditionnelle, mais tâchent de fournir des dispositifs à même de diminuer l'importance des défaillances du marché, parmi lesquels les filtres d'investissements et l'actionnariat engagé jouent des rôles prépondérants.

Dans le cadre de ce chapitre, nous avons d'abord tenté de démontrer qu'il était possible d'user de filtres d'investissements éthiques sans pour autant compromettre la rentabilité d'une caisse de retraite. En revanche, nous avons observé qu'il apparaît très difficile pour un investisseur institutionnel de l'envergure du RRUM de posséder une caisse de retraite entièrement éthique, et ce, particulièrement si nous souscrivons à une éthique exigeante de la bonne compétition. Par ailleurs, nous avons également remarqué qu'afin d'obtenir une influence positive par le seul usage des filtres éthiques (négatifs, positifs ou *best of univers*), une masse critique d'investisseurs doit faire usage de filtres aux caractéristiques semblables. Or, il semblerait que le succès grandissant de l'ISR et l'affaiblissement du poids accordé aux objections d'ordre fiduciaire contribueront à l'élargissement des institutions sensibles à ce domaine et, ce faisant, à son efficacité potentielle. Au final, les régimes de retraite canadiens, tel le RRUM, constituent le type d'investisseurs qui collectivement aurait la possibilité d'obtenir l'impact normatif le plus marqué sur le milieu des affaires nord-américain.

Dans un autre ordre d'idées, on constate que l'actionnariat engagé connaît lui aussi un succès grandissant et parvient de plus en plus à amener sur la place publique des enjeux concernant les comportements d'entreprises jugés problématiques d'un point de vue moral. L'usage de l'actionnariat engagé peut avoir un impact normatif significatif sur les activités des entreprises, et ce, surtout lorsque des investisseurs institutionnels appuient une telle démarche. De plus, tel que nous l'avons constaté, le contexte réglementaire canadien et les responsabilités fiduciaires s'y rattachant laissent croire que les membres de comités de retraite devraient minimalement veiller à la mise en place d'une politique de droits de vote, laquelle devrait également prévoir le positionnement du régime de retraite sur les enjeux rattachés aux exigences de nature sociale et environnementale. De même, un comité de retraite devrait normalement veiller à ce que l'application d'une telle politique soit adéquatement faite par ses divers mandataires. Cependant, le principal constat de notre étude sur l'actionnariat engagé consiste à démontrer que, bien qu'il s'agisse d'une démarche permettant de mettre en œuvre une éthique de la bonne supervision – ou de l'influence positive –, il importe que cette dernière s'inscrive adéquatement dans le contexte décisionnel propre à chaque investisseur institutionnel. À ce titre, puisque la communication et le dépôt de propositions d'actionnaires constituent des stratégies d'influence politique, les dirigeants d'un régime de retraite devraient s'assurer d'obtenir l'assentiment de l'assemblée de leurs membres avant de légitimement investir de manière substantielle des ressources.

Ainsi, même s'il semble souhaitable que les régimes de retraite québécois puissent publiquement appuyer les campagnes d'actionnariat engagées visant à atténuer les défaillances du marché, il n'en demeure pas moins que ce type d'interventions devrait en premier lieu nécessiter l'assentiment des membres d'un régime de retraite par le biais de l'adoption d'une politique claire à ce sujet. Dans ce contexte, de nombreuses questions seraient à décortiquer et il pourrait sembler à propos de convoquer une assemblée à cette seule fin. Y a-t-il des secteurs d'activités ou encore certains types de comportement jugés inacceptable par les membres à

même d'entraîner la prohibition de certaines entreprises au sein de la caisse de retraite? À l'opposé; devrait-on favoriser certains types de comportement dans la sélection de titres financiers? Quelle est la politique de droit de vote de notre régime de retraite? Est-elle suffisamment détaillée? Correspond-elle aux principes et valeurs des employés? Quels sont les mécanismes utilisés afin de vérifier son application conforme? Les dirigeants d'un régime de retraite devraient-ils allouer temps et ressources aux autres stratégies d'intervention de l'actionnariat engagé telles la communication et les propositions d'actionnaires? Devraient-ils appuyer les initiatives d'autres organismes ou encore faire preuve d'initiative en mettant de l'avant leurs propres revendications? Les membres d'un régime de retraite pourraient-ils eux-mêmes mettre sur pied un comité de bénévoles chargé de ces questions?

Bref, l'usage des dispositifs propres à l'ISR, s'ils sont utilisés de manière prudente, ne devraient pas compromettre la rentabilité d'un régime de retraite. Ce faisant, les éthiques de la bonne compétition et de la bonne supervision nous incitent à croire qu'un régime de retraite tel le RRUM devrait s'impliquer de manière plus sentie par le biais de l'ISR. Néanmoins, avant d'entreprendre avec sérieux une telle démarche, il importe également d'obtenir une légitimité fondée sur la participation des membres à la résolution de la série de questions que nous avons préalablement soulevées. Une étape qui permettrait non seulement de clarifier les enjeux normatifs qui devraient faire l'objet d'une attention particulière par ses dirigeants, mais également de clarifier le niveau d'implication auquel lesdits membres s'attendent en regard de ces problématiques morales.

Conclusion finale

Au terme de notre essai, il nous appert que le RRUM aurait bel et bien l'obligation morale d'adopter certaines des stratégies propres à l'investissement socialement responsable dans le cadre de ses activités courantes. Par contre, nous soutenons également que l'intensité avec laquelle ses dispositifs devraient être mis en place doit être déterminée de concert avec les membres du Régime et appliqué de manière prudente. Pour ce faire, nous avons élaboré notre argumentaire en trois temps.

Dans un premier temps, nous nous sommes attardés à décortiquer les objections de Friedman à l'égard de la RSE. Or, contrairement aux positions de ce dernier nous avons posé qu'il serait possible d'octroyer certaines responsabilités et obligations morales aux entreprises et *a fortiori* aux individus qui y œuvrent. Suivant Boatright, Heath et Norman, nous avons conclu que ces obligations devraient être modulées en fonction de perspectives d'analyse éthiques – coopérative, adversariale ou socio-politique – propres à chaque type de partie prenante. Poursuivant avec Heath, nous avons finalement posé que les acteurs œuvrant au sein d'un milieu compétitif devraient avoir l'obligation morale d'adopter une éthique de la bonne compétition.

Dans un deuxième temps, nous avons étudié les obligations morales propres aux actionnaires et plus particulièrement dans le contexte de gouvernance fiduciaire complexe qui caractérise le RRUM. Nous en sommes ainsi venus à déterminer que le Régime de retraite aurait l'obligation de se conformer à la fois aux principes d'une éthique de la bonne compétition, mais également à souscrire à une éthique du bon superviseur. Puis, nous avons aussi remarqué que la responsabilité fiduciaire des dirigeants du Régime exigeait de ces derniers d'optimiser les rentabilités des actifs du RRUM. Ainsi, même si nous avons pris la peine de nuancer cette interprétation traditionnelle de responsabilité fiduciaire, il n'en demeure pas moins que le réel défi

auquel est confronté le RRUM consiste à concilier obligations morales et financières.

Dans un troisième temps, nous avons effectué l'étude critique de la gamme des arguments empiriques en opposition aux filtres d'investissements éthiques et à l'actionnariat engagé. Il nous est ainsi apparu qu'à défaut de pouvoir attester que des régimes de retraite puissent entièrement être dépourvus de titres « non-éthiques », nous avons soutenu que ces derniers avaient un fort potentiel d'influence sur le comportement des entreprises. Il nous est également apparu que si les filtres d'investissement éthiques et les techniques propres à l'actionnariat engagé étaient utilisés de manière diligente et prudente ceux-ci n'auraient pas d'impact négatif sur la rentabilité d'un régime de retraite. Bref, le RRUM aurait l'obligation de veiller à une supervision diligente de ses choix d'investissement afin d'exiger des entreprises qu'elles adoptent une attitude plus socialement responsable. Cependant, tel que nous l'avons observé avec Rodin, il importe de clarifier le rôle des différents individus composant le RRUM.

Les membres

En premier lieu, il va sans dire que les membres d'un régime de retraite ont un rôle important à jouer dans le cadre de la responsabilisation d'un régime de retraite tel que le RRUM. En tant que mandataires et bénéficiaires, ils possèdent eux aussi une obligation de superviser le travail du comité de retraite et d'en exiger des comptes. Dans la mesure où ces derniers reconnaîtraient les problèmes systémiques auxquels sont actuellement confrontés le milieu des affaires et la capacité d'action du RRUM, ils devraient entreprendre trois types d'actions. *Primo*, ils devraient proposer, débattre et ratifier une politique de placement responsable détaillant les dispositions du Régime en égard à l'exercice de leurs droits de vote, aux autres pratiques de l'actionnariat engagé et aux filtres d'investissement. *Secondo*, ceux-ci devraient chercher à clarifier le contenu éthique des revendications qu'ils souhaitent mettre de l'avant dans le cadre de cette politique. Ce faisant, ils devraient

notamment chercher à établir en vertu de quelles situations les représentants devraient filtrer négativement certaines entreprises ou encore dans quelles circonstances ils souhaiteraient voir le RRUM entreprendre des recours d'influence. *Tercio*, d'élire des représentants à même de véhiculer ces objectifs au sein du comité de retraite.

Comité de retraite

En deuxième lieu, tel que nous l'avons observé les membres du comité de retraite ont des obligations beaucoup plus senties en ce qui concerne la bonne administration de la caisse de retraite du RRUM. À ce titre, ces derniers agissent en tant que lien entre les gestionnaires et les membres du RRUM. Ils auront en conséquence certaines obligations à l'égard de ces deux groupes. En amont, en vertu de leur expertise les membres du comité de retraite devront veiller à fournir les éléments de réflexion aux membres dans le cadre des délibérations ayant trait au contenu et aux moyens de défendre un contenu normatif s'inscrivant dans une éthique du bon compétiteur. En ce sens, ces derniers devraient veiller à fournir aux membres l'ensemble des informations nécessaires à la délibération sur ces enjeux, voire à susciter l'exercice de cette réflexion chez les membres. Ils devront, de surcroît, chercher à tempérer et ajuster dans le temps ces principes normatifs avec la notion de bon profit, qu'ils pourraient également chercher à redéfinir avec leur membre. En aval, les membres du comité de retraite auront également l'obligation d'exiger et de superviser l'introduction de ces principes normatifs dans le cadre de la gestion courante des avoirs du RRUM¹³⁷ et d'y allouer des ressources de façon raisonnable.

¹³⁷Une supervision qui peut se faire tantôt directement ou encore indirectement par le biais d'une firme spécialisée dans le domaine telles que le sont à différents niveaux ISS, Jantzi Research ou encore le Groupe Investissement Responsable.

Les gestionnaires

En troisième lieu, les gestionnaires du RRUM auront, bien entendu l'obligation de répondre aux attentes des membres du comité de retraite, mais également de faire preuve d'imagination morale dans le cadre du perfectionnement de leur rôle à l'égard des entreprises et de leurs mandataires. Ainsi, au-delà de la fameuse dichotomie moralité ou profit, ces derniers auront en quelques sortes l'obligation de chercher à maintenir une bonne marge de profit tout en respectant les exigences normatives de leurs clients et en souscrivant eux-mêmes aux exigences éthiques du bon compétiteur et du bon superviseur, quitte à concevoir de nouveaux produits de placement.

Une approche progressive

Manifestement, beaucoup de travail reste à faire pour l'ensemble de ces acteurs et il serait probablement peu raisonnable d'exiger que l'ensemble de ces réflexions et dispositions soit implanté radicalement. Cependant, il est possible de critiquer la situation actuelle du RRUM sur plusieurs points. Ainsi, depuis la déclaration de principes de novembre 2003, nous pouvons considérer que les membres du comité de retraite RRUM sont demeurés jusqu'à maintenant relativement conservateurs. Bien qu'ils aient effectivement implanté une politique de droits de vote mettant de l'avant un certain nombre d'initiatives dites plus socialement responsables, il est toujours impossible de savoir si celle-ci fut appliquée de manière diligente et cohérente. De même, il importe de souligner qu'aucune consultation significative et rigoureuse des membres du RRUM n'a été faite jusqu'à ce jour quant aux autres dispositions qui pourraient être mises de l'avant.

Remarques finales

Dans le cadre de ce travail, nous avons tenté de démontrer qu'un régime de retraite tel que le RRUM auraient dans une certaine mesure l'obligation morale

d'user de certain des paramètres de l'ISR. Cependant, nous nous garderons de postuler que notre étude pourrait avoir résolu de manière satisfaisante l'ensemble des défis normatifs associé à une telle proposition. Tel que nous l'avons évoqué dans notre avant-propos cette étude comporte certaines limites. Dans le cadre restreint de ce travail, nous ne nous sommes malheureusement pas attardés à détailler l'entièreté des problèmes épistémologiques associés au traitement des informations normatives dans le contexte de l'application des dispositifs de l'ISR. Un problème non seulement répertorié par MacDonald et Norman (2004), mais également reconnu par Sethi qui postule cependant que tant les institutions d'enseignement supérieur que les investisseurs institutionnels pourraient avoir un important rôle à jouer dans la création et la normalisation de ces processus d'acquisition d'information normative. (Sethi, 2005 : 109) À ce titre, nos conclusions reposent donc sur l'hypothèse qu'un tel projet, à défaut de pouvoir s'incarner parfaitement, pourrait générer suffisamment d'informations valides pour fournir un levier normatif effectif et légitime. Pour étayer cette hypothèse rappelons que même si les conventions comptables américaines ont parfois prêté le flanc aux abus, il n'en demeure pas moins qu'elles demeurent des piliers incontournables de leur système financier. De manière analogue, il n'est pas interdit de croire que les entreprises pourraient être appelées, dans le temps, à faire preuve d'une transparence grandissante en terme d'informations de nature ESG, mais il s'agit là d'une hypothèse qui mériterait très certainement d'être approfondie par de nouveaux projets de recherches.

Au final, l'une des principales idées sous-jacentes à la rédaction de ce mémoire consistait à démontrer que, tels les corps intermédiaires de Tocqueville, les régimes de retraite ont un rôle économique social et moral important à assurer dans le contexte des rapports normatifs entre les individus et l'État. En nous appuyant sur la récente et significative émergence des investisseurs institutionnels, et plus particulièrement des régimes de retraite, nous croyons ainsi qu'il importe désormais de considérer plus largement leur impact normatif sur nos sociétés et, ce faisant, de chercher à l'orienter de manière plus éthique ou socialement responsable. Tel que le signalait Daniel Weinstock dans une entrevu au magazine *L'actualité* : « Au Moyen

Âge, on disait « noblesse oblige » pour parler des obligations que conférait le privilège de noblesse. De nos jours, nous pourrions dire « profit oblige ». »¹³⁸. Notre principal postulat consiste donc à dire qu'il s'agit là d'une maxime non seulement valable pour les entreprises, mais également pour les investisseurs institutionnels qui les détiennent.

¹³⁸Nadeau, J.-B. 2007. « Quand l'entreprise se fait citoyenne » dans *L'actualité*, 1^{er} novembre

Bibliographie

Monographie

- Allaire, Y. et M. Firsirotu. 2005. *Beyond Monks and Minow : From fiduciary to value creating governance*. Montréal: Forstrat International Press
- Applbaum, A. 1999. *Ethics for adversaries : The morality of roles in public and professional life*. Princeton: Princeton University Press
- Aristote. [1997]. (Traduction de J. Tricot), *Éthique à Nicomaque*, Paris : Vrin
- Bainbridge, S. 2007. *The Complete Guide to Sarbanes-Oxley*. Avon: Adams Business
- Bainbridge, S. 2002. *Corporation Law and Economics*. New York: Foundation Press
- Bakan, J. 2004. *La corporation*, Montréal : Transcontinental
- Bergeron, P. 2004. *À la recherche d'une éthique normative des affaires : L'exploration de la contribution de la doctrine sociale de l'Église*, Montréal : HEC Montréal
- Berle, A. et G. Means. 1967 [1932]. *The modern corporation and private property*, New York: Harcourt, Brace & World, Inc.
- Boatright, J. 2003. *Ethics and the Conduct of Business*, Upper Saddle: Prentice Hall Press
- Boatright, J. 1999. *Ethics in Finance*, Oxford: Blackwell
- Bowie, N. et E. Freeman. 1992. *Ethics and Agency Theory*, New York: Oxford University Press
- Brander, J. 1995. *Government Policy Toward Business*, Toronto: John Wiley & Sons
- B.-Turcotte, M. et A. Salmon (dir), 2005. *Responsabilité sociale et environnementale de l'entreprise*, Sainte-Foy : Presse de L'Université du Québec
- Camejo, P. 2002. *The SRI advantage: why socially responsible investing has outperformed financially*, Altona: New society publishers
- Canto-Sperber, M. (dir), 2004. *Dictionnaire d'éthique et de philosophie morale*, Paris: Quadrige

- Crane, A. et D. Matten. 2004. *Business Ethics*, Oxford : Oxford University Press
- Crête, R. et S. Rousseau. 2002. *Droit des sociétés par actions*, Montréal : Les éditions Thémis
- Daniels, R. et M. Randall. 1995. *La prise de décision dans les entreprises au Canada*, Calgary : University of Calgary Press
- Davis, S., Lukomnik, J. et D. Pitt-Watson. 2006. *The new capitalists : How citizen investors are reshaping the corporate agenda*, Boston : Harvard Business School Press
- Deaton, R. 1989. *The Political Economy of Pensions*, Vancouver: University of British Columbia Press
- Deloitte & Touche, 2002. *Environment and Sustainability services, Socially responsible investment survey*
- Denis, H. 1966. *Histoire de la pensée économique*, Paris : Presse Universitaire de France
- De Gaulejac, V. 2005. *La société malade de gestion: Idéologie gestionnaire, pouvoir managérial et harcèlement social*, Paris: Éditions du Seuil
- De George, R. 1993. *Competing with Integrity in International Business*, New York : Oxford University Press
- De Perthuis, C. et J.-P. Petit. 2005. *La finance autrement Mécanismes, acteurs et dérives de la finance contemporaine*, Saint-Herblain : Éditions Dalloz
- Dion, M. 2001. *Responsabilité sociale de l'entreprise et déréglementation*, Montréal: Guérin éditeur ltée.
- Duhamel, A. et N. Mouelhi. 2001. *Éthique. Histoire, politique, application*, Boucherville, Québec : Gaëtan Morin Éditeur
- Easterbrook, F. et D. Fischel. 1991. *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge : Harvard University Press
- Entine, J. (dir). 2005. *Pension Fund Politics : The dangers of socially responsible investing*, Washington, D.C.: AEI Press
- Franck, G. et R. Ramirez. 2003. *Les meilleures pratiques des multinationales*, Paris : Éditions d'Organisation

- French, P. 1984. *Collective and Corporate Responsibility*, New York: Columbia University Press
- Freeman, E. 1984. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston: Pitnam
- Gagnon, E. et F. Saillant (dir). 2006. *De la responsabilité Éthique et Politique*. Montréal: Liber
- Gendron, C. 2006. *Le développement durable comme compromis : La modernisation écologique de l'économie à l'ère de la mondialisation*, Québec : Presse de l'Université du Québec
- Gosselin, A. 2004. *Lettre ouverte aux investisseurs irresponsables*, Montréal: Transcontinental
- Habermas, J. 1978. *Raison et Légitimité*, Paris: Éditions Payot
- Habermas, J. 1987. *Théorie de l'agir communicationnel*, Paris: Fayard
- Habermas, J. 2000. *Après l'État-nation*, Paris: Fayard
- Hansell, C. 2003. *What Directors Need to Know: Corporate Governance*, Toronto : Thompson Carswell
- Hansmann, H. 1996. *The Ownership of enterprise*, Cambridge: Harvard University press
- Havemann, R. et P. Webster. 1999. *Does Ethical Investment Pay?: EIRIS research and other studies of ethical investment and financial performance*, London: Ethical Investment Research Service
- Hay, B., Stavins R. et R. Vietor (dir). 2005. *Environmental protection and the social responsibility of Firms: Perspective from Law, Economics and Business*, Washington: RFF Press
- Hayek, F. 2005 [1946]. *La route de la servitude*, Paris : Presse Universitaire de France
- Henderson, D. 2001. *Misguided virtue: False notions of corporate social responsibility*, Wellington: New Zeland Business Roundtable
- Hitt, M. Freeman, E. et J. Harrison (dir). 2001. *The Blackwell Handbook of Strategic Management*, Cornwall: Blackwell business
- Isaak, R. 2005. *The Globalization Gap: How the rich get richer and the poor get left further behind*, Upper Saddle River: Pearson Education

- Jonas, H. 1995. *Le principe de responsabilité: Une éthique pour la civilisation technologique*, Paris: Flammarion
- Kant Immanuel. 1994 [1784], *Métaphysique des Moeurs I*, Paris: GF-Flammarion
- Kinder, P. 2005. *Pension and the companies they own: Fiduciary duty in a changing social environment*, Boston: KLD Research and analytic inc.
- Kuper, A. (dir). 2005. *Global Responsibilities : who must deliver on Human Rights?*, New York Routledge
- Markowitz, H. 1959. *Portfolio Selection: Efficient diversification of investments*, New York: John Wiley
- May, L. et S. Hoffaman (dir). 1995. *Collective responsibility: Five Debate in Theoretical and Applied Ethics*, Maryland : Rowman & Littlefield Publisher Inc.
- McCallum, L. et P. Puri, 2004. *Canadian companies' Guide to the Sarbanes-Oxley Act*, Markham: LexisNexis Butterworths
- Monks, R. Et N. Minow. 1996. *Watching the watchers : Corporate governance for the 21st century*, Cambridge: Blackwell Business
- Nielsen, K. 2003. *Globalization and Justice*, Amherst: Humanity Books
- Ogien R. 2007. *L'éthique aujourd'hui: Maximaliste et minimaliste*, Saint-Amand : Gallimard
- Paine, L. 2003. *Value Shift: Why Companies Must Merge Social and Financial Imperatives to Achieve Superior Performance*, New York: McGraw-Hill
- Pesqueux, Y. et Y. Biefnot. 2002. *L'éthique des affaires: Management par les valeurs et responsabilité sociale*, Paris : Éditions d'Organisation
- Rawls, J. 1997 [1971]. *Théorie de la justice*, Paris : Éditions du Seuil
- Rawls, J. 2004. *La justice comme équité. Une reformulation de Théorie de la Justice*, Montréal : Les Éditions du Boréal
- Rivest, M. 1993. *Comprendre et choisir son régime de retraite*, Montréal : Éditions Québecor
- Rosenthal, S. et R. Buchholz. 2000. *Rethinking business ethics : A pragmatic approach*, New York: Oxford University Press

- Shaw, W. 2002. *Business Ethics*, Toronto : Wadsworth Thomson Learning
- Simon, J.G., Powers, C.W. et J.P. Gunnemann. 1972. *The Ethical Investors: Universities and Corporate responsibility*, New Haven: Yale University press
- Skinner, D. 2001. *The Ethical Investors : A guide to socially responsible investing in Canada*, Toronto: Stoddart Publishing Co.
- Smith, A. 1991 [1776]. *Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations*, Paris : Flammarion
- Thompson, D. 2005. *Restoring responsibility : Ethics in Government, Business, and Healthcare*, New York : Cambridge University Press
- Tobin, J. 1967. *Risk aversion and portfolio choice*, New York : John Wiley
- Tocqueville, A. 1981 [1835]. *De la Démocratie en Amérique* (Tome 1), Paris : GF-Flammarion
- Tremblay D.-G. et D. Rolland (dir). 2004. *Responsabilité sociale d'entreprise et finance responsable : quels enjeux?*, Québec : Presse de l'Université du Québec
- Verstraeten J. (dir). 2000. *Business Ethics : Broadening the perspectives*, Leuven : Peeters
- Weinstock, Daniel. 2006. *Profession: Éthicien*, Montréal : les Presses de l'Université de Montréal

Articles :

- Allaire, Y. 2007. « Combien vaudrait Hydro-Québec, société privée? », dans *Les Affaires*, 3 août
- Alchian A. et H. Demsetz. 1972. «Production, Information Costs, and Economic Organization», dans *American Economic Review* No 777
- Arnold David. 2006. «Corporate moral agency» dans French, P. et H. Wettstein (dir), *Shared intentions and collective responsibility*, Boston: Blackwell Publishing
- Benson, K., Brailsford, T. and J. Humphrey. 2006. «Do socially responsible fund managers really invest differently?» dans le *Journal of Business Ethics* No 65: 337-357

- Boatright, J. 2000. «Globalization and the ethics of business» dans le *Business Ethics Quarterly*, Vol. 10, No 1: 1-6
- Boatright, J. 2004. « Individual responsibility in the American corporate system: Does Sarbanes-Oxley strike the right balance? » dans le *Business & Professional ethics Journal*, Vol. 23, No 1& 2
- Boatright, J. 2006. «Quel avenir pour la gestion des parties prenantes» dans *Les Ateliers de l'Éthique*, Vol. 1, No 1 : 42-57
- Coase, R. 1937. «The Nature of the Firm» dans *Economica*, No 386.
- Cousineau, S. 2005. « *La confusion des rôles* » dans le *Cahier du 27 juin*, Vol. 2, No2
- Crane, A. 1999. «Are you ethical? Please tick yes or no: On researching ethics in business organizations» dans le *Journal of Business Ethics*, No 20: 237-248
- Crête, R. et S. Rousseau. 1997. «De la passivité à l'activisme des investisseurs institutionnels au sein des corporations : Le reflet de la diversité des facteurs d'influence» dans le *McGill law Journal*, septembre
- De Serres, Andrée, 2004. «La responsabilité fiduciaire des gestionnaires de portefeuilles : Un moyen de propager les principes de la finance responsable chez les investisseurs» dans Tremblay, D.-G. et D. Rolland (dir.), *Responsabilité sociale d'entreprise et finance responsable : Quels enjeux?*, Sainte-Foy : Presses de l'Université du Québec
- De Serres, Andrée. 2007. « La gestion du risque fiduciaire pour lier éthique et finance : un couple en état de divorce » dans la *Revue Gestion*, Vol. 32, No 1 : 47-55
- Desjardins, J. 2002. « Environnemental responsibility » dans Bowie, N. (dir), *The Blackwell Guide to Business Ethics*, Malden: Blackwell Publishers
- De George, T. Richard. 1992. « Agency Theory and the Ethics of Agency » dans Bowie N. (dir), *Ethics and Agency Theory*, New York: Oxford University Press.
- Donaldson, T. et L. Preston. 1995. «A Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications» dans le *Academy of Management Review* Vol. 20, No1
- Dugua P.-Y. 2006. « Affaire Enron, les leçons d'un verdict exemplaire » dans *Le Figaro*, 29 mai

- Elhauge, E. 2004. «Corporate managers' operational discretion to sacrifice corporate profits in the public interest» dans Hay, B., Stavins, R. et R. Victors. (dir), *Environmental Protection and the Social Responsibility of Firms: Perspectives from Law, Economics, and Business*, Washington: RFF Press
- FAMA, E. 1980. «Agency Problems and the Theory of the Firm», dans le *Journal of Political Economy*, No 88
- French, P. 1979. « The corporation as a Moral Person », dans May, L. et S. Hoffman (dir). 1991. *Collective responsibility : Five debate in theoretical and applied ethics*, Maryland : Rowman & Littlefield Publishers Inc.
- Freeman, E. 1998. «A Stakeholder Theory of the Modern Corporation», dans Clarkson, M. (dir), *The corporation and its Stakeholders: Classic and Contemporary Reading*, Toronto: University of Toronto Press
- Friedman, M. 1970. «The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits», *New York Times Magazine*, 13 Septembre
- Gay, T., Doh, J.P. et G. Sinclair. 2004. « Non-governmental Organizations, Shareholder Activism, and Socially Responsible Investments: Ethical, Strategic, and Governance Implications » dans le *Journal of Business Ethics* No 52: 125-139
- Gibson, K. 2000. «The Moral Basis of Stakeholder Theory» dans le *Journal of Business Ethics* No 26: 245-257.
- Gosseries, A. 2005. « Qu'est-ce qu'un consommateur juste? » dans Mertz F. (dir), *Éthique et commerce : Réalités et illusions*, Paris : L'Harmattan
- Hafetz, D. 2004. «Thompson's use of pension cash faulted by some» dans le *New York Sun*, 22 Juillet.
- Heath, J. et W. Norman. 2004. «Stakeholder Theory, Corporate Governance and Public Management: What can the history of state-run enterprises teach us in the post-Enron era?» dans le *Journal of Business Ethics* No 53: 247-265
- Heath, Joseph. 2006a. « Business ethics without stakeholders » dans le *Business Ethics Quaterly*, No 16: 533-557
- Heath, Joseph. 2006b. « An adversarial ethic for business: or when Sun-Tzu met the stakeholder», dans le *Journal of Business Ethics*, No 69
- Heath, Joseph. 2007. «The uses and abuses of agency theory in business ethics» (à paraître)

- Heinkel, R., Kraus, A. et J. Zechner. 2001. «The Effect of Green Investment on Corporate Behaviour» dans *le Journal of Financial and Qualitative Analysis*, No 36: 431–449.
- Hudson, R. 2005. « Ethical investing: Ethical investors and managers» dans le *Business Ethics Quaterly*, Vol. 15, No 4: 641-657
- Hudson, R. et R. Wehrell. 2005. «Socially Responsible Investors and the Microentrepreneur: A Canadian Case» dans le *Journal of Business Ethics*, No 60: 281–292
- Jensen, M. et W. Meckling. 1976. « Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownershio Structure » dans le *Journal of Financial Economics*, Vol 3, No 4: 305-360
- Jobin, G. 2006. « Responsabilisation et discours de la responsabilité », dans Gagnon E. et F. Saillant (dir). *De la responsabilité Éthique et Politique*. Montréal: Liber
- Jones, T., Wicks A. et E. Freeman. 2002. «Stakeholder Theory: The State of the Art» dans Bowie, N. (dir), *Blackwell Guide to Business Ethics*. Oxford: Blackwell
- Kiernan, M. 2005. «Corporate social responsibility – the investor’s perspective» dans John Hancock (dir), *Investing in corporate social responsibility*, Sterling: Kogan Page Ltd.
- Kurtz, L. 1997. «No effect, or no net effect? Studies on Socially Responsible Investing» dans le *Journal of Investing*, Hiver
- Lambert-Chan, M. 2007. « Placements éthiques - La vertu est-elle rentable?» dans *Le Devoir*, 21 mars
- Les Affaires. 2007 « L’aventure indienne d’Alcan lui aura coûté 50 Millions » dans *Les Affaires*, 21 avril
- Les Affaires. 2007 « Le dilemme indien d’Alcan » dans *Les Affaires*, 14 avril
- Les Affaires. 2003 « Le Fonds de solidarité FTQ se retire de Gildan » dans *Les Affaires*, 12 novembre
- Le quotidien. 2007. « Alcan indemniser les familles des travailleurs décédés » paru dans *la Presse*, 31 août
- Lizée, Michel. 2004. « Sécurité du revenue à la retraite, responsabilité fiduciaire, mondialisation et placements socialement responsables: Leur articulations

dans le cadre d'une expérience de formation axée sur la prise en charge syndicale.» dans Tremblay D.-G. et D. Rolland (dir), *Responsabilité sociale d'entreprise et finance responsable : Quels enjeux?*, Sainte-Foy : Presses de l'Université du Québec

MacDonald, C. et W. Norman. 2004. «Getting to the Bottom of Triple Bottom Line» dans le *Business Ethics Quarterly*

Manheim, J. 2004. « Corporative Dissonance : The strategic use of CSR investing » article présenté à la *Conference on Socially Responsible Investing and Pension Funds : Welcome Reform or Fiduciary Nightmare at the American Enterprise Institute?*, tenue à Washington D.C. le 7 juin

Michelson G., Wailes N., Van der Laan S. and Frost G., 2004. «Ethical investment processes and outcomes» dans le *Journal of Business Ethics*, Kluwer Academic Publishers, No 52: 1-10

Mill, G. 2006. «The financial performance of a socially responsible investment over time and a possible link with corporate social responsibility» dans le *Journal of Business Ethics*, No 63: 131-148

Moore, G. 2004. « The fair trade movement : parameters, issues and future research» dans le *Journal of Business Ethics*, No 53: 73-86

Munnell, A. 2004. « Social investing : Pension plans should just say “No” » article présenté à la *Conference on Socially Responsible Investing and Pension Funds : Welcome Reform or Fiduciary Nightmare at the American Enterprise Institute?*, tenue à Washington D.C. le 7 juin

Munnell, A. et A. Sundén. 2005. « Social investing : Pension plans should just say “No” », dans Entine J. (dir), *Pension Fund Politics : The dangers of socially responsible investing*, Washington, D.C.: AEI Press

Nadeau, J.-B. 2007. « Quand l'entreprise se fait citoyenne » dans *L'actualité*, 1^{er} novembre

Néron, P.-Y. et W. Norman. 2007. «Citizenship Inc. :Do We Really Want Businesses to be Good Corporate Citizens?» dans le *Business Ethics Quarterly*, (À paraître)

Neuberg, M. 2004. «Responsabilité» dans Canto-Sperber, M. (dir). *Dictionnaire d'éthique et de philosophie morale*, Paris: Quadrige

Norman, W. 2005. « La responsabilité sociale des entreprises après le scandale Enron » dans le *Cahier du 27 juin*, Vol. 2, no2

- Palmer, J. Quinn, J. et R. Ray. 1983. «A Case Study of Public Enterprise: Gray Coach Lines Ltd» dans Prichard, R. (dir), *Crown Corporations in Canada*, Toronto: Burrelworth
- Pasquero Jean. 2004. « De l'éthique du marché à l'éthique de la responsabilité : Les nouvelles formes de responsabilité sociale de l'entreprise », dans Tremblay D.-G. et D. Rolland (dir). *Responsabilité sociale d'entreprise et finance responsable : quels enjeux?*, Sainte-Foy : Presse de l'Université du Québec
- Pasquero, Jean. 2005a. « La responsabilité sociale de l'entreprise comme objet des sciences de gestion : un regard historique » dans B.-Turcotte M. et A. Salmon, (dir). *Responsabilité sociale et environnementale de l'entreprise*, Sainte-Foy : Presse de L'Université du Québec
- Pasquero, Jean. 2005b. « La responsabilité sociale de l'entreprise comme objet des sciences de gestion : le concept et sa portée » dans B.-Turcotte M. et A. Salmon, (dir). *Responsabilité sociale et environnementale de l'entreprise*, Sainte-Foy : Presse de L'Université du Québec
- Patry, M. and M. Poitevin. 1995. « Pourquoi les investisseurs institutionnels ne sont pas les meilleurs actionnaires? » dans Daniels R. et R. Morck, (dir), *La prise de décision dans les entreprises au Canada*, , Calgary : University of Calgary Press
- Proffitt, T. et A. Spicer. 2006. « Shaping the shareholder activism agenda: institutional investors and global social issues » dans *Strategic Organization* Vol 4, No 2: 165-190
- Pogge, T. 2002. «Les droits de l'homme sont-ils des critères normatifs des institutions mondiales?» dans Sosoe, L. (dir), *Diversité humaine : Démocratie, multiculturalisme et citoyenneté*, St-Nicolas : Les presses de l'Université Laval
- Portney, P. 2005. «Corporate social responsibility : An economic and public policy perspective» dans Hay B., Stavins R. et R. Vietor. (dir), *Environmental protection and the social responsibility of Firms: Perspective from Law, Economics and Business*, Washington: RFF Press
- Racine, J. 2006. « La responsabilité sociale de l'entreprise : un concept polymorphe » dans Gagnon E. et F. Saillant (dir). *De la responsabilité Éthique et Politique*. Montréal: Liber
- Ramonet I. 2003. « Bolivie » dans *Le Monde Diplomatique*, Novembre

- Rebello, F., Shérazad, A. et K. Blondin. 2000. « L'investissement responsable : un choix réaliste pour les caisses de retraite ? » Un rapport rédigé à l'intention de la Fédération des travailleurs et travailleuses du Québec (FTQ) et du Fonds de solidarité de la FTQ
- Rivoli, P. 2003. «Making a difference or making a statement? Finance research and Socially responsible investment.» dans le *Business Ethics Quarterly*, Vol, 13, No 3: 271-287
- Robert, A. 2007. « La CIBC voit le huard à 1,05 \$US » dans *Les Affaires*, 15 octobre
- Rodin, D. 2005. «The ownership model of business ethics» dans *Metaphilosophy*, Vol 36, no 1-2 : 163-181
- Rounds, C. 2005. « Why social investing threatens public pension funds, charitable trusts, and the social security trust fund » dans Entine, J. (dir), *Pension Fund Politics : The dangers of socially responsible investing*, Washington, D.C.: AEI Press
- Rousseau, Stéphane. 2007a. « L'entreprise» dans Mackaay, E. et S. Rousseau, *L'analyse économique du droit* . (à paraître)
- Rousseau, Stéphane. 2007b. « Le droit des valeurs mobilière » dans Mackaay, E. et S. Rousseau, *L'analyse économique du droit*, (à paraître)
- Scholte J. 1997. «The Globalization of World Politics» dans Baylis J. et S. Smiths (dir), *The globalization of World Politics: An Introduction to International Relations*, Oxford: Oxford University Press
- Scholtens, B. 2006. «Finance as a driver of corporate social responsibility» dans le *Journal of Business Ethics*, No 63
- Schueth, S. 2003. «Socially responsible investing in the United States» dans le *Journal of Business Ethics*, No 43: 189-194
- Schwartz, M. 2003. « The Ethics of Ethical Investing » dans le *Journal of Business Ethics*, No 43: 195-213
- Sethi, P. 2005. « Investing in Socially Responsible companies is a must for public pension funds – Because there is no better alternative », *Journal of Business Ethic*, No 56: 99–129
- Shankman, N. 1999. «Reframing the Debate between Agency and Stakeholder Theories of the Firm» dans le *Journal of Business Ethics*, No 19: 319-334

- Soppe, A. 2004. «Sustainable corporate finance» dans le *Journal of Business Ethics*, No 53: 213-224
- Sparkes, R. et C. Cowton. 2004. «The maturing of socially responsible investment: A review of the developing link with corporate social responsibility» dans le *Journal of Business Ethics*, No 52: 45-57
- Toupin, G. «Les grandes entreprises plaident pour un virage vert» dans *la Presse* du lundi 01 octobre 2007
- Van Parijs, P. 2005. « Qu'est-ce qu'une nation juste, un monde juste, une entreprise juste ? » dans Frédéric Mertz (dir), *Éthique et commerce : Réalité et illusions*, Paris : Harmattan
- Velasquez, M. 1983. « Why corporation are not morally responsible for anything they do » dans May, L. et S. Hoffman (dir). 1991. *Collective responsibility : Five debate in theoretical and applied ethics*, Maryland : Rowman & Littlefield Publishers Inc.
- Verstegen, R. et B. Dennis. 2003. « The ethical undercurrents of pension fund management : establishing a research agenda », dans le *Business Ethics Quaterly*, Vol 13, No 3: 315-335
- Vibert, S. 2006. « La responsabilité pratique comme institution sociale. De quel monde sommes-nous les garants ? » dans Gagnon E. et F. Saillant (dir). *De la responsabilité Éthique et Politique*. Montréal: Liber
- The Economist, 2005, « The good company », dossier Capitalism and ethics, 20 Janvier
- Wander N. et R. Malone. 2007. «Keeping public institutions invested in tobacco» dans le *Journal of business ethics*, no 73: 161-176
- Waring, P. et J. Lewer. 2004. «The impact of socially responsible investment on human resource management: A conceptual framework» dans le *Journal of Business Ethics*, No 52: 99-108

Références Juridiques

- Loi canadienne sur les sociétés par actions*, L.R.C. (1985), c. C-44, mod. par L.C. 2001, c. 14
- Loi de 1985 sur les Normes de prestation de pension*, (L.R., c. 32 (2e suppl.)
- Loi québécoises sur les régimes complémentaires de retraite*, (L.R.Q., c. R-15.1)

Référence électronique

ActuFinance (2006) *Fiduciaire*. Site internet : <http://definition.actufinance.fr/fiduciaire-384/>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

American Enterprise Institute for Public Policy research (AEI) (2004). *"Socially Responsible" Investing and Pension Funds*. Site internet : http://www.aei.org/events/eventID.832.filter.all/event_detail.asp, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Bombardier (2007) *circulaire de sollicitation de procurations de la direction*. Site internet : <http://www.sedar.com/FindCompanyDocuments.do>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Coalition pour la protection des investisseurs (2006) « *Pour éviter un autre Norbourg ... et voir au-delà* » : *Pour une politique national d'épargne et d'investissement*. Site internet : <http://www.giref.uqam.ca/coalition.php>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Coalition Trans-Actions Responsable (2007) *Mission*. Site internet : http://www.coalitionresponsable.org/index.php?option=com_content&task=view&id=93&Itemid=40&lang=fr, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Comité aviseur sur les achats et les placements socialement responsables (CAAPSR) (2003) *Déclaration de principe*. Site internet : <http://www.caapsr.umontreal.ca/declaration.html>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Comité aviseur sur les achats et les placements socialement responsables (CAAPSR) (2003) *Mandat*. Site internet : <http://www.caapsr.umontreal.ca/declaration.html>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Conference Board (2005) *U.S. Institutional Investors Boost Control of U.S. Equity Market Assets*. Site internet : http://www.conference-board.org/utilities/pressDetail.cfm?press_ID=2726, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Ethical Investment Research Services (EIRIS) (2006) *Introduction to EIRIS*. Site internet : <http://www.eiris.org/> consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Ethical Trading Action Group (ETAG) (2007) *Transparency report card*. Site internet : <http://en.maquillasolidarity.org/node/230>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Gildan (2006) *Produire selon nos valeurs : Rapport de citoyenneté corporative 2006*. Site internet : http://gildan.com/corporate/downloads/corporateCitizenship/CC_annual_report_06_fr.pdf, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Global Reporting Initiative (2007) *What we do*. Site internet : <http://www.globalreporting.org/AboutGRI/WhatWeDo/>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Groupe de travail sur les achats et les placements socialement responsables (2002) *Rapport du groupe de travail sur les achats et les placements socialement responsable*. Site internet : www.caapsr.umontreal.ca/documents/rapport_final_GTARP.pdf, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Investment funds institute of Canada (2005) *Relative Position of Members - Mutual Fund Assets*. Site internet : <https://statistics.ificmembers.ca/English/reports/2005/12/public/relativepos.xls>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Jantzi Research (2007) *Home*. Site internet : <http://www.jantziresearch.com/>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Jugements de la Cours suprême du Canada (2004), *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise, 2004 CSC 68, [2004] 3 R.C.S. 461* (Peoples contre Wise). Site internet : <http://scc.lexum.umontreal.ca/fr/2004/2004csc68/2004csc68.html>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Maquillas Solidarity Network (MSN) (2007) *About MSN*. Site internet : <http://en.maquillasolidarity.org/en/about>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Mouvement d'éducation et de défense des actionnaires (MÉDAC) (2007) *Qui sommes nous ? – Mission*. Site internet : http://www.medac.qc.ca/index.php?option=com_content&task=view&id=19&Itemid=6, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Organisation de Coopération et de Développement Économiques (OCDE) (2004) *Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE*. Site internet : <http://www.oecd.org/dataoecd/32/19/31652074.PDF>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Organisation Mondiale de la Santé (OMS) (2004) *Connaissances en génomique et équité : le système de brevets vu sous l'angle des biens publics mondiaux*. Site internet : www.scielosp.org/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0042-96862004000500013, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Ontario Securities Commission (2004) *Proposed National Instrument 81-106 Investment Fund Continuous Disclosure*. Site Internet : www.osc.gov.on.ca/Regulation/Rulemaking/Current/Part8/rule_20040528_81-106_pro-ni-ifcd.pdf, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Pacte Mondial (*Global Compact*) (2007) *Historique et fonctionnement*. Site internet : <http://www.unglobalcompact.org/Languages/french/francais1.html>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

PolitiquesSociales.net (2007) *Investissement Responsable*. Site internet : <http://www.politiquessociales.net/Investissement-responsable>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Radio-Canada (2007) *Du sable dans l'engrenage*. Site internet : http://www.radio-canada.ca/actualite/zone_libre/2007/01/19/001-sables-bitumineux-accueil.asp, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Régie des rentes du Québec (revue Le Satellite Vol. 3, No 3) (2005) *L'épargne retraite au Québec et dans le reste du Canada*. Site internet : <http://www.rrq.gouv.qc.ca/NR/rdonlyres/6BF22E87-5B6F-4158-B9F8767A4DF9F1DB/0/Satellitevol3No3.pdf>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Régie des rentes du Québec (2005) *Rapport annuel de gestion 2004-2005*. Site internet : <http://www.rrq.gouv.qc.ca/NR/rdonlyres/3E6239BC-3483-4C98-9F00-4C440713352F/0/RapportAnnuel2005.pdf>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Régime de retraite de l'Université de Montréal (RRUM) (2006) *RRUM en Bref*. Site internet : <http://www.rrum.umontreal.ca/>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Régime de retraite de l'Université de Montréal (RRUM) (2006) *Rapport annuel du Comité de retraite 2005*. Site internet : <http://www.rrum.umontreal.ca/documents/documents/Rapportannuelcomite2005.pdf>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Régime de retraite de l'Université de Montréal (RRUM) (2006) *Rapport annuel 2005 du Régime de retraite*. Site internet : http://www.rrum.umontreal.ca/documents/documents/EtatsfinanciersRRUM2005_00.pdf, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Régime de retraite de l'Université de Montréal (RRUM) (2007) *Rapport annuel 2006 du Régime de retraite*. Site internet : http://www.rrum.umontreal.ca/documents/documents/Rapport_Annuel-final_2006.pdf, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Régime de retraite de l'Université de Montréal (RRUM) (2006) *Règlement du Régime de retraite de l'Université de Montréal*. Site internet : http://www.rrum.umontreal.ca/documents/documents/rgl_2006-09final.pdf, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Regroupement pour la responsabilité sociale et l'équité (RRSE) (2007) *Mission*. Site internet : <http://www.rrse.org/mission.htm> , consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Shareholder Association for Research and Education (SHARE) (2007) *Enquête sur les votes clés 2006*. Site internet : http://www.share.ca/files/2006_Proxy_Survey_French.pdf, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Shareholder Association for Research and Education (SHARE) (2007) *Que faisons-nous ?* Site internet : http://www.share.ca/fr/que_faisons_nous , consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Social Investment Forum (SIF) (2006), *2005 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States*. Site internet : <http://www.socialinvest.org/pdf/research/Trends/2005%20Trends%20Report.pdf>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Social Investment Organisation (SIO) (2007), *Canadian Socially Responsible Investment Review 2006*. Site internet : <http://www.socialinvestment.ca/documents/SRIReview.pdf>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Social Investment Organisation (SIO) (2007), *Members*. Site internet : <http://www.socialinvestment.ca/sio-members.htm>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Social Investment Organisation (SIO) (2007), *Page principale*. Site internet : <http://www.socialinvestment.ca/> , consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Stanford Encyclopedia of Philosophy (2004) *Moral Responsibility* par Eshleman A. Site internet : <http://plato.stanford.edu/entries/moral-responsibility/>, consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

SiRi Company (2007) *Services*. Site internet:
<http://www.siricompany.com/partners.shtml>, consulté pour la dernière fois le 20
octobre 2007

Watson Wyatt (2007) *Croissance soutenue prévue par l'économie canadienne*. Site
internet : www.watsonwyatt.com/canada-francais/news/press.asp?ID=14136,
consulté pour la dernière fois le 20 octobre 2007

Annexes

Annexe A Déclaration de principe de l'Université de Montréal sur les achats et les placements socialement responsables

L'Université, à titre d'institution d'enseignement supérieur et de recherche, oeuvre à l'avancement et à la diffusion des connaissances, notamment, dans les domaines de l'environnement, du développement social et des droits de la personne tels qu'édictés dans la *Déclaration universelle des droits de l'homme*.

De par sa mission même, l'Université contribue au mieux-être des populations, tant montréalaise, québécoise, canadienne que mondiale. Elle se reconnaît une responsabilité, notamment par l'utilisation de ses ressources et ses activités, à l'égard de l'environnement, du développement durable et social ainsi que des droits de la personne.

L'Université, aux fins de favoriser l'innovation sociale et le développement durable des populations et des communautés de par le monde, soutient qu'une politique d'achat et de placement socialement responsables est une approche efficace pour appliquer les principes qu'elle défend.

En conséquence, l'Université encourage ses instances, la communauté universitaire, le RRUM et le Fonds de dotation, dans le respect des lois et règlements qui les régissent respectivement, à être sensibles et attentifs aux questions éthiques relatives à l'environnement et au développement social dans leurs décisions et activités.

Adoptée par le Conseil de l'Université de Montréal à sa 482^e séance, le 3 novembre 2003.

Annexe B Mandats et composition du RRUM

Comité de retraite

Statut

Comité créé le 1^{er} janvier 1990, en vertu de la Loi sur les régimes complémentaires de retraite.

Mandat

Le Comité de retraite a la responsabilité d'appliquer le règlement du régime de retraite de l'Université et possède tous les pouvoirs nécessaires à cette fin, notamment :

- a) décider de l'admissibilité de tout professeur ou de tout employé;
- b) déterminer les périodes qui doivent être comptées pour calculer la durée du service ouvrant droit à prestation;
- c) déterminer les périodes qui doivent être comptées pour calculer la durée du service crédité;
- d) décider du droit de tout professeur ou de tout employé de recevoir une prestation;
- e) déterminer le montant de toute prestation ou de tout autre paiement à faire en vertu du régime;
- f) déterminer la ou les personnes à qui les montants sont payables et autoriser l'exécution de ces paiements;
- g) déterminer les modalités de calcul de la rente résultant des cotisations additionnelles ou des transferts d'une autre caisse de retraite;
- h) transférer, si le service de la rente au participant n'est pas commencé, soit dans un autre régime de retraite, soit dans un compte de retraite immobilisé, soit dans tout autre régime autorisé par la loi et choisi par le participant, ou, à défaut, choisi par le Comité de retraite, toute prestation qui, sur base de valeur actuarielle équivalente, est inférieure ou égale à 10 % du maximum des gains admissibles;
- i) retenir, si nécessaire, les services d'un actuaire pour l'assister dans l'administration du régime;
- j) suggérer à l'Université toutes les modifications qu'il juge utiles au règlement du régime;
- k) conclure, avec l'approbation de l'Université, des ententes avec le gouvernement canadien, le gouvernement d'une province ou avec une corporation ou une institution ayant un régime de retraite, dans le but de faire compter aux fins du présent régime, en tout ou en partie les années de service de tout nouveau participant accomplies auprès de son ancien employeur ou dans le but de prévoir les paiements à effectuer par la caisse de retraite pour les participants passant au service de tel gouvernement, de telle corporation ou institution.

(Règlement du régime de retraite, article 3.10.)

VADE-MECUM Section Conseil de l'Université 06-09-06 4

Président

Jacques Lucier CRT-116-6

Vice-président

Jean-Pierre LeClerc m-1 CRT-233-2 2007-08-31

Membres

a) une personne désignée par le Conseil de l'Université, avec l'accord du Comité de retraite, qui n'est ni un participant au Régime, ni un membre du Conseil de l'Université, ni une personne à qui la Caisse de retraite ne peut consentir un prêt en vertu de la Loi

Yves-Aubert Côté m-9 CU-503-7.8 2008-08-31

b) trois personnes désignées par l'ensemble des professeurs qui sont des participants actifs au Régime

Diane Bruneau m-1 L.04-04-23 2007-08-31

Louis Dumont m-2 L.05-04-22 2008-08-31

François Vaillancourt m-1 L.03-01-21 2006-08-31

c) une personne désignée par l'ensemble des employés qui sont membres du personnel d'encadrement administratif ou du personnel professionnel et participants actifs au Régime

Yves Cloutier m-4 2008-08-31

d) deux personnes désignées par l'ensemble des employés qui sont membres du personnel de soutien et participants actifs au Régime

Normand Laquerre m-1 L.03-06-18 2006-08-31

Jean-Pierre Le Clerc m-5 L.04-03-18 2007-08-31

e) une personne désignée par l'ensemble des employés du personnel enseignant à temps partiel qui sont des participants actifs au Régime

Margot Dufour-De Serre m-4 L.04-03-18 2007-08-31

f) une personne désignée par l'ensemble des participants non actifs et des bénéficiaires en provenance du groupe de professeurs et de celui du personnel enseignant à temps partiel

Robert Brunet m-1 L.04-04-23 2007-08-31

g) une personne désignée par l'ensemble des participants non actifs et des bénéficiaires en provenance des groupes autres que les professeurs et le personnel enseignant à temps partiel

Louissette Gravel m-2 L.04-03-18 2007-08-31

VADE-MECUM Section Conseil de l'Université 06-09-06 5

h) un nombre de personnes désignées par le Conseil de l'Université, ce nombre étant égal au nombre des autres membres du Comité qui ont droit de vote, exception faite du membre désigné en a)

Jean-Marc Charron m-2 CU-490-5.4 2007-08-31

Éric Filteau m-1 CU-490-5.4 2007-08-31

Luc Granger m-1 CU-513-9.4 2009-08-31

Jacques Gravel m-4 CU-499-9.3 2008-08-31

Serge Langlois m-4 CU-513-9.4 2009-08-31

Yves Lépine m-2 CU-513-9.4 2009-08-31

Jacques Lucier m-9 CU-513-9.4 2009-08-31

Jean McNeil m-1 CU-490-5.4 2007-08-31

André Racette m-5 CU-490-5.4 2007-08-31

(Règlement du régime de retraite, article 3.01.)

Personnes-ressources

un représentant de l'actuaire mandaté,
Raymond Gaudet
la directrice des régimes de retraite,
Brigitte Lafrance
un consultant légal choisi par le Régime retraite,
N..
la directrice de la gestion des placements du R.R.U.M.,
Andrée Mayrand
Secrétaire
Éric Filteau m-1 CRT-233-2 2007-08-31
Chargée de comité
N...

VADE-MECUM Section Conseil de l'Université 06-07-06 6

Comité de placement

Statut

Comité relevant du Comité de retraite depuis le 1^{er} janvier 1990.
(Loi sur les régimes complémentaires de retraite)

Mandat

Seul le Comité de placement peut, par délégation du Comité de retraite, exercer les responsabilités et pouvoirs suivants :

- a) gérer la caisse de retraite conformément à la politique de placement, au règlement du régime de retraite de l'Université et aux dispositions pertinentes des lois et règlements auxquels est soumis le régime;
- b) confier en totalité ou en partie, la gestion de la caisse de retraite et de ses placements à l'Université, ou à une ou plusieurs compagnies de fiducie, ou à une ou plusieurs compagnies d'assurance, ou à la Caisse de dépôt et de placement du Québec, ou à toute autre institution de même nature;
- c) retenir, si nécessaire, les services de conseillers financiers indépendants et leur déléguer les pouvoirs nécessaires à l'exécution de leur mandat;
- d) donner aux fiduciaires, aux assureurs ou aux conseillers financiers qui agissent pour ou au nom du Comité de retraite, des instructions relativement aux placements de toute partie d'un fonds fiduciaire ou de la caisse de retraite.

(Règlement du régime de retraite, article 3.13.)

Président

Pierre Paul Côté m-1 CPRR-130-3

Membres

cinq membres désignés par le Comité de retraite, dont au moins trois choisis à même la liste des personnes suggérées par l'Université (Conseil de l'Université)

Yves Cloutier m-2 CRT-220-9 2006-08-31

Pierre Paul Côté m-3 CRT-247-6 2009-08-31

Jean-Claude Delorme m-4 CRT-247-6 2007-08-31

Pierre Grand'Maison m-2 CRT-232-10 2007-08-31

Yves Lépine m-2 CRT-220-9 2006-08-31

(Règlement du régime de retraite, article 3.12.) VADE-MECUM Section Conseil de l'Université 06-07-06 7

Personnes-ressources

le président du Comité de retraite,

Jacques Lucier CRT-192-7
le vice-recteur – Administration et finances,
Claude Léger

Secrétaire

Andrée Mayrand, directrice
Gestion des placements
Caisse de retraite
Vice-rectorat exécutif et au développement académique

Chargé de comité

N..

(CRT-192-7) VADE-MECUM Section Conseil de l'Université 05-12-22 8

Comité de vérification du Comité de retraite

Statut

Comité créé par le Comité de retraite du Régime de retraite de l'Université de Montréal lors de sa 181^e réunion tenue le 20 mars 1998.
(CRT-181-6)

Mandat

Au nom du Comité de retraite, le Comité de vérification a le mandat :

- a) de s'assurer de la validité de l'information qui fait l'objet de tout rapport financier du vérificateur externe;
- b) d'examiner et d'évaluer le contrôle et la vérification interne et tous les éléments en découlant;
- c) d'examiner toute question pertinente reliée à la gestion de la caisse de retraite.

Président

Yves-Aubert Côté m-3 CRT-231-2 2007-08-31

Membres

a) trois autres membres nommés par le Comité de retraite

Margot Dufour-De Serres m-2 CRT-238-11.2 2008-08-31

Jacques Lucier m-8 CRT-220-9 2006-08-31

André Racette m-3 CRT-238-11.2 2008-08-31

Personne-ressource

le secrétaire du Comité de Régime de retraite,
Éric Filteau CRT-183-9

Secrétaire

Alain Lacombe
chargé de comité

Annexe C Les dix principes du Pacte mondial des Nations Unies (UN Global Compact)

Droits de l'homme

1. Les entreprises sont invitées à promouvoir et à respecter la protection du droit international relatif aux droits de l'Homme dans leur sphère d'influence ; et
2. A veiller à ce que leurs propres compagnies ne se rendent pas complices de violations des droits de l'Homme.

Droit du travail

3. Les entreprises sont invitées à respecter la liberté d'association et à reconnaître le droit de négociation collective ;
4. L'élimination de toutes les formes de travail forcé ou obligatoire ;
5. L'abolition effective du travail des enfants ; et
6. L'élimination de la discrimination en matière d'emploi et de profession.

Environnement

7. Les entreprises sont invitées à appliquer l'approche de précaution face aux problèmes touchant l'environnement ;
8. A entreprendre des initiatives tendant à promouvoir une plus grande responsabilité en matière d'environnement ; et
9. A favoriser la mise au point et la diffusion de technologies respectueuses de l'environnement.

Lutte contre la corruption

10. Les entreprises sont invitées à agir contre la corruption sous toutes ses formes, y compris l'extorsion de fonds et les pots-de-vin.

(<http://www.unglobalcompact.org/Languages/french/francais2.html>)

Annexe D Extrait de la politique de placement du RRUM

Politique de placement :

Les gestionnaires de portefeuille doivent exercer les droits de vote de façon à favoriser l'augmentation de la valeur à long terme de la Caisse. Ils doivent exercer les droits de vote selon les lignes directrices dont les faits saillants sont présentés ci-dessous. Ces lignes directrices encadrant l'exercice du droit de vote visent à promouvoir une saine gouvernance qui devrait permettre à long terme d'augmenter la valeur du patrimoine des actionnaires, dont le RRUM.

Après la première année de mise en application des lignes directrices (soit en automne 2007), une firme externe évaluera la concordance des votes avec les lignes directrices. Si cette analyse ne s'avérait pas concluante, l'exercice des droits de vote pourrait être fait par le Comité de placement ou autres personnes qu'il désigne.

Lignes directrices (annexe à la Politique de placement)

Les lignes directrices ont été élaborées en ayant à l'esprit à la fois les droits et les responsabilités des fiduciaires agissant au nom des participants au régime. Les droits de vote doivent être exercés dans le meilleur intérêt financier du Régime.

Les lignes directrices traitent de cinq éléments :

1. le conseil d'administration et ses comités
2. la rémunération de la direction et des administrateurs
3. la protection contre les prises de contrôle hostiles ou inéquitables
4. les droits des actionnaires
5. la responsabilité sociale et environnementale de l'entreprise

Les lignes reposent sur les trois (3) principes suivants : la rentabilité, l'imputabilité et la transparence.

La rentabilité de l'entreprise

L'objectif visé par l'exercice des droits de vote reliés aux actions détenues est de contribuer à l'amélioration de la gestion de l'entreprise dans le but d'en favoriser sa rentabilité à long terme.

L'imputabilité

Les membres du conseil d'administration assument la responsabilité de superviser la direction et en sont imputables à l'égard des actionnaires; de même, les membres de la direction sont responsables de leur gestion face aux membres du conseil d'administration. Les règles et les pratiques de l'entreprise doivent favoriser cette imputabilité.

La transparence

L'information sur l'entreprise doit être accessible et permettre de faire une évaluation juste et objective de sa situation. Aussi, l'entreprise doit avoir de bonnes pratiques de vérification.

En ce qui concerne spécifiquement la section Responsabilité sociale et environnementale de l'entreprise, nous notons :

Le RRUM est d'avis que l'étude attentive des enjeux liés à la responsabilité sociale de l'entreprise et de son comportement à cet égard peut contribuer à une meilleure appréciation de sa rentabilité financière à long terme. Ainsi, de mauvaises pratiques sociales ou environnementales peuvent compromettre la santé financière d'une entreprise en engendrant des coûts supplémentaires (ex. : amendes), des obligations à long terme (ex. : sites contaminés) ou en nuisant à sa réputation.

En conséquence, le RRUM encourage les entreprises dans lesquelles il investit à respecter les principes et les droits fondamentaux reconnus par les conventions internationales auxquelles le Canada adhère, notamment :

la Déclaration universelle des droits de l'Homme de l'ONU

la Déclaration et les huit (8) conventions fondamentales de l'Organisation internationale du travail

Le RRUM souhaite également que soient respectés les principes généralement acceptés visant à assurer la protection de l'environnement et à favoriser le développement durable, lesquels principes sont énoncés entre autres par :

les principes de CERES (Coalition for Environmentally Responsible Economies)

l'énoncé de politique environnementale de l'Université de Montréal

Ainsi, le RRUM désire que soit considérée attentivement toute proposition portant sur la responsabilité sociale et environnementale de l'entreprise, et dans cette perspective :

appuie les propositions demandant l'adoption d'un code de conduite basé sur les principes énoncés dans les documents nommés ci haut dans la mesure où les coûts et risques potentiels qui pourraient résulter de la mise en œuvre de ce code sont précisés et jugés satisfaisants.

le cas échéant, accorde son appui aux propositions qui visent à faire confirmer périodiquement par une source indépendante la conformité des pratiques suivies par l'entreprise avec son code de conduite, pour autant toutefois que semblables vérifications s'avèrent justifiées et opportunes dans les circonstances et qu'elles puissent être effectuées en fonction des critères, normes ou indicateurs reconnus comme valables pour mesurer objectivement la performance d'une entreprise en ces domaines, et ce à un coût raisonnable compte tenu de la pertinence et de l'importance des enjeux en cause et de leur impact financier, présent ou futur.

Autres aspects de l'investissement responsable :

Le Comité de retraite est présentement en réflexion.