

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

**RÉSUMÉ** • Cet article propose une réflexion sur le rôle des investisseurs institutionnels publics dans le développement de la finance socialement responsable (FSR). Notre propos vise à examiner comment les investisseurs institutionnels peuvent favoriser le financement du secteur de l'économie sociale en mettant en évidence le rôle des pouvoirs publics pour assurer le développement des innovations sociales dans le domaine financier à travers l'étude de trois investisseurs institutionnels publics. En France, la Caisse des dépôts et consignations (CDC) soutient le développement des fonds communs de placement solidaires. Aux États-Unis, la FSR prend notamment la forme de programmes d'investissements appelés *economically targeted investments* (ETI). Ils offrent un cadre intéressant pour analyser le rôle des investisseurs institutionnels publics dans l'accès aux marchés financiers pour les entreprises. Au Québec, la Caisse de dépôt et placement du Québec (CDPQ) est le principal investisseur dans le secteur des placements privés qui regroupe l'activité de banque d'affaires et qui permet de financer les entreprises qui sont victimes d'exclusion financière.

**ABSTRACT** • The place of public institutional investors in the development of socially responsible investment (SRI) is evaluated through three case studies. We investigate how the institutional investors provide financial support to social economy sector through the development of social economy-friendly investment vehicles. We argue that social innovation within financial intermediation involves the coordination of three motivations: financial through liquidity, public through general interest, and collective through social cohesion. In France, the Caisse des dépôts et consignations (CDC) was central to the construction of social mutual funds. In United States, SRI comes from "economically targeted investment" programs by public sector pension funds

## FRÉDÉRIC HANIN<sup>1</sup>

Professeur adjoint  
Département des  
relations industrielles  
Université Laval  
frederic.hanin@rlt.ulaval.ca

like CalPERS. They offer an interesting framework to study new ways for social economy to get access to money markets through securitization. In Quebec, the Caisse de dépôt et placement (CDP) is the main investor in private equity investment vehicles which is close to traditional merchant banking for private companies through hybrid financial instruments.

**RESUMEN** • El texto propone una reflexión sobre el rol de los inversores institucionales públicos en el desarrollo de la finanza socialmente responsable (FSR). El objeto consiste en examinar, a través del estudio de tres inversores institucionales públicos, cómo los inversores institucionales pueden favorecer el financiamiento del sector de la economía social, poniendo de manifiesto el rol de los poderes públicos para asegurar el desarrollo de las innovaciones sociales en el campo financiero.

En Francia, la Caja de depósitos y consignaciones (CDC) sostiene el desarrollo de los fondos comunes de inversión solidarios. En los Estados Unidos, la FSR adopta en especial la forma de programas de inversión denominados *economically targeted investments* (ETI). Estos ofrecen un cuadro interesante para analizar el rol de los inversores institucionales públicos en el acceso a los mercados financieros para las empresas. En Québec, la Caja de depósito y colocación de Québec (CDP) es el principal inversor en el sector de las colocaciones privadas que agrupa la actividad de banco de negocios y permite financiar las empresas que son víctimas de la exclusión financiera.

*Not for profit, not for charity – but for services*  
CLAMP (2001, p. 206)

— • —

## INTRODUCTION

Après avoir défendu l'existence d'une opposition entre un capitalisme anglo-saxon et un capitalisme rhénan, Michel Albert (2003) écrit que le modèle de capitalisme du XXI<sup>e</sup> siècle prendra la forme d'une nouvelle économie sociale de marché. Les concepts de finance socialement responsable (FSR)<sup>2</sup>, de responsabilité sociale des entreprises (Notat, 2003) et de développement durable sont ainsi en passe de devenir un nouveau paradigme socioéconomique<sup>3</sup>. Le développement de la finance socialement responsable n'est pas sans liens avec la croissance récente des investisseurs institutionnels : sociétés de gestion d'actifs financiers, grandes banques internationales, compagnies d'assurances, fonds mutuels et fonds de pension (Clark, 2000 ; Davies et Steil, 2001). Depuis l'éclatement de la bulle financière des nouvelles technologies, le rôle des investisseurs institutionnels est évoqué pour expliquer l'instabilité des marchés boursiers (Cardona et Fender, 2003), les exigences financières des actionnaires (Baudru et Kechidi, 2000 ; Baudru et Morin, 1999) et les contraintes de financement qui pèsent sur les entreprises (Plihon, 2002). Or, dans ces trois domaines, la FSR apporte un point de vue original à contre-courant des idées reçues en économie financière, en préconisant l'insertion de critères non financiers dans la gestion

d'actifs, l'existence d'une responsabilité sociale des entreprises et le financement du développement local et de la cohésion sociale qui s'inscrit dans une tradition historique, avec notamment les courants politiques du nouveau libéralisme et de la solidarité (Kloppenbergh, 1986). Le keynésianisme, cadre intellectuel de la construction de l'État providence, avait explicitement considéré l'enjeu de la socialisation de l'investissement et des marchés financiers (Keynes, 1936). Depuis la vague de libéralisation financière des années 1980 se pose la question de la fin de l'encastrement social de la finance et du nouveau rôle de l'État dans le développement économique (Lévesque, 2003).

Ce texte aborde principalement deux aspects de l'approvisionnement des organisations qui financent les entreprises d'économie sociale : le lien entre les placements sur les marchés financiers ou dans des fonds communs de placement et le secteur de l'économie sociale ; le rôle des investisseurs institutionnels publics dans le développement de nouvelles formes d'intermédiations entre les prêteurs et les emprunteurs. Le double processus de croissance de la finance d'entreprise et d'allongement de la chaîne d'intermédiation peut-il favoriser l'approvisionnement des intermédiaires financiers du secteur de l'économie sociale<sup>4</sup> qui peuvent être victimes du phénomène de rationnement du crédit ou qui supportent des charges financières trop importantes compte tenu de leur stade de développement ? Aux obstacles liés à la nature des activités s'ajoutent des difficultés liées à l'activité financière dans la mesure où l'allongement de la chaîne d'intermédiation pose la question de la coordination des différentes activités et des différents acteurs du financement de l'économie sociale. En particulier, il s'agit d'analyser dans quelle mesure les différentes formes d'intermédiation (directe et indirecte, marchande et non marchande) peuvent s'articuler entre elles de manière à favoriser les complémentarités et les effets de réseaux. Le développement des innovations financières et la diversité des organisations qui assurent le financement du secteur de l'économie sociale sont deux phénomènes qui soulèvent aujourd'hui la question de la place du secteur public dans la capitalisation des entreprises de l'économie sociale et, plus particulièrement, du rôle des investisseurs institutionnels publics pour assurer la cohésion entre la sphère financière et l'économie sociale. L'hypothèse qui structure la présente étude est qu'il doit exister des acteurs financiers qui soient guidés par le souci de promouvoir l'intérêt général (Lévesque, Mallo et Rouzier, 1997), le développement à long terme des activités et la cohésion sociale entre les membres d'une même société.

La méthodologie utilisée ici est basée sur l'étude de cas qui permet de décrire les enjeux de la FSR, notamment le rôle privilégié que les investisseurs institutionnels publics peuvent y jouer. Notre ambition est de proposer un cadre général pour comprendre la nature des activités et les modes de coordination dans l'approvisionnement financier à destinations des organisations qui assurent le financement des entreprises d'économie sociale. La première section présente l'exemple de la Caisse des dépôts et consignations (CDC) en

France et le développement de l'épargne solidaire à travers les fonds communs de placement (finance indirecte). La deuxième section présente le cas américain des *Economically Targeted Investments* (ETI) à partir de l'exemple du fonds de pension public américain CalPERS, permettant ainsi d'étudier la titrisation des actifs (finance directe) pour des entreprises qui n'ont pas accès aux marchés financiers. La troisième section s'intéresse à la Caisse de dépôt et placement du Québec (appelée la CDP ou la Caisse par la suite) pour souligner le rôle du capital de développement dans le financement des entreprises locales. La conclusion présente une synthèse des trois modes de financement, en mettant en évidence le rôle que peut être amenée à jouer la CDP dans la promotion de la finance socialement responsable au Québec.

## **L'ÉPARGNE SALARIALE ET LES FONDS COMMUN DE PLACEMENT SOLIDAIRES EN FRANCE**

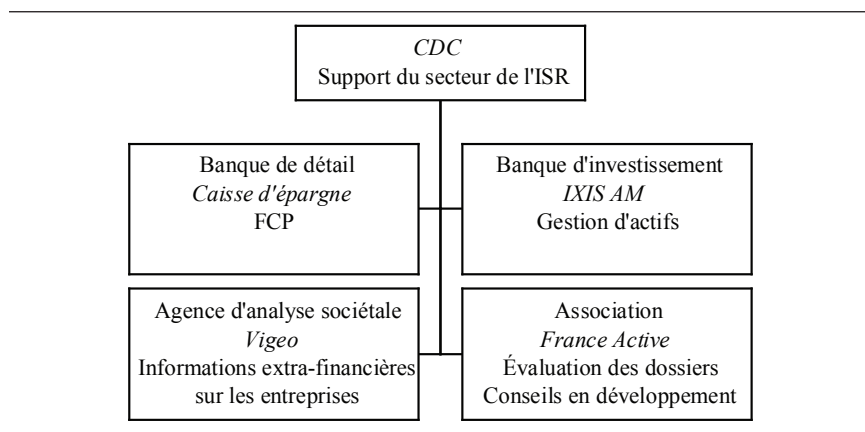
La CDP fut créée sur le modèle de sa « grande tante » française, la Caisse des dépôts et consignations (CDC) qui est née en 1816 pour restaurer la crédibilité de finances publiques mise à mal par différents scandales financiers autour de la période de la Révolution française (Priouret, 1966). À partir de sa mission première de fiduciaire de dépôts publics et universels qui servaient entre autres à payer les retraites et à financer la construction de canaux, la CDC a étendu ses activités pour gérer, en 2003, un actif de 379,5 milliards d'euros et employer 35 900 personnes. Le groupe CDC – Caisses d'épargne – La poste était en 2000 le septième gestionnaire de fonds d'investissement en Europe avec un actif de 81 milliards d'euros, Deutsche Bank AG étant le premier gestionnaire d'actifs avec un actif de 140,4 milliards d'euros (Boubel et Pansard, 2004, p. 53).

La CDC assure désormais deux grands types d'activités : les missions d'intérêt général et les investissements de long terme<sup>5</sup>. À la suite de la réforme du secteur financier public qui se déroule depuis cinq ans, les pouvoirs publics disposent désormais d'un véritable secteur financier de taille européenne qui soit apte à fournir l'ensemble des services financiers, de la banque de détail à l'assurance-vie en passant par la gestion d'actifs. La distinction établie entre les missions d'intérêt général et les activités concurrentielles (à la suite des exigences de la Commission européenne) n'a pas empêché le secteur financier public d'assurer des services d'intérêt général et d'investir dans des activités centrales pour le développement économique du territoire. Dans la loi sur l'épargne et la sécurité financière votée en 1999, le législateur a défini le secteur financier public à partir de deux caractéristiques : *a*) un actionariat mettant en permanence en balance le souci de rentabilité avec d'autres objectifs ; *b*) l'affectation d'une fraction significative des résultats à une mission d'intérêt général (France, Haut Conseil du secteur financier, 2001, p. 117).

La loi sur l'épargne salariale du 19 février 2001, appelée loi Fabius, inclut des dispositions pour la promotion de l'épargne solidaire<sup>6</sup>. Elle fut actualisée à plusieurs reprises, notamment à travers une circulaire interministérielle publiée le 1<sup>er</sup> novembre 2005, compte tenu du développement de l'épargne salariale qui concerne 52 % des salariés du secteur marchand. Le stock d'épargne salarial est évalué à 50 milliards d'euros et il augmente de 7 milliards par année. La loi Fabius a institué des plans d'épargne retraite collective (PERCO). Les PERCO représentent une épargne de long terme (les fonds sont bloqués jusqu'à la retraite), diversifiée (seuls 5 % des fonds peuvent être investis dans les titres de l'entreprise auquel appartient le cotisant) et collective (les fonds sont gérés par un conseil de surveillance où les salariés sont majoritaires). La loi oblige les conseils à proposer aux salariés des fonds d'épargne solidaire dans lesquels 5 à 10 % de l'épargne est investie dans des entreprises solidaires. Des réductions d'impôts supplémentaires viennent compenser le risque en capital pris par l'épargnant solidaire. Au 31 décembre 2005, le nombre de fonds ISR (investissement socialement responsable) en France était de 122 pour un encours de 9,880 milliards d'euros. Les fonds communs de placement solidaires (90/10) représentent 2 % de l'encours. Le marché est dominé par les investisseurs institutionnels Dexia AM, BNP Paribas AM, MACIF Gestion, IDE AM et IXIS AM. La majorité des 48 sociétés de gestion détiennent un actif inférieur à 100 millions d'euros. Treize agences de notations sociétales<sup>7</sup> existent en France, près de 60 % des sociétés de gestion faisant appel à l'agence Vigeo (Novethic, 2006).

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

Figure 1  
La CDC et l'ISR



La CDC participe au développement de la finance solidaire en mettant en place des structures qui garantissent l'intermédiation entre les prêteurs et

les emprunteurs dans le domaine de l'économie sociale. Tout d'abord, elle a participé en 1994 à la création, avec deux syndicats (la CFDT et la CGC), d'un fonds commun de placement appelé Insertion Emploi, qui est distribué par les agences de la Caisse d'épargne, qui est géré par IXIS Asset Management et dont 10 % des fonds sont délégués à une association, France Active, qui met en place le financement pour les entreprises solidaires<sup>8</sup>. Le financement des entreprises peut prendre trois formes : des apports de fonds associatifs avec droits de reprise, des apports de quasi-fonds propres ou des investissements en capital (Lécuyer, 2004). Ensuite, la CDC est membre d'un collectif, Finansol, qui fait la promotion de l'épargne solidaire et qui a créé un label pour les produits financiers solidaires. Elle a aussi créé Novethic, une entreprise qui réalise des études sur le secteur de l'ISR. Enfin, la CDC a participé à la création d'une agence d'analyse sociétale (Arese) qui est devenue, en 2002, Vigeo lorsque les syndicats de salariés ont décidé de participer au projet à la suite du vote de la loi sur l'épargne salariale.

Le développement des fonds communs de placement solidaires, qui s'ajoutent aux autres formes de finance solidaire déjà existantes, est une réponse à la financiarisation de l'intermédiation bancaire, l'épargne des ménages prenant de plus en plus la forme de titres financiers (actions, obligations, achat d'assurance-vie). Il repose sur au moins trois éléments complémentaires. Premièrement, la nouvelle législation votée en 2001 a créé une obligation pour le secteur financier de consacrer une part non négligeable de l'épargne salariale au financement des entreprises solidaires. Ensuite, les autorités publiques ont restructuré le secteur financier public en créant un holding public de taille européenne dont la mission inclut un double mandat, ce qui a permis la mise en place de structures indispensables au développement des fonds communs de placement solidaires. Enfin, les syndicats de salariés se sont impliqués dans le développement de la finance socialement responsable en France.

## **LA TITRISATION ET LE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUE COMMUNAUTAIRE AUX ÉTATS-UNIS**

Les États-Unis sont souvent présentés comme le lieu géographique par excellence du capitalisme libéral. Si l'on peut trouver bien des fondements à cette perception, elle masque cependant de réels efforts pour soutenir des activités qui se rapportent à l'économie sociale et qu'on nomme dans ce pays le « *community economic development*<sup>9</sup> ». Cette activité était traditionnellement financée par l'investissement communautaire sous la forme de dons privés ou de subventions publiques. De plus, les différentes initiatives étaient isolées les unes des autres. Le financement du développement économique communautaire s'est renforcé ces dernières années, que ce soit à travers les investissements des fonds de pension publics ou la structuration d'un réseau d'institutions financières

(Community Development Financial Institutions ou CDFI). Dans les deux cas se pose la question de l'accès aux marchés financiers pour des formes d'activité sociale. Nous traiterons ici cette question à travers l'exemple de la titrisation d'actifs (*asset backed securities*).

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

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

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

1. L'investissement ETI doit procurer un couple rendement-risque similaire à des placements comparables.
2. L'investissement ETI doit avoir des effets « induits » (*collateral benefits*) identifiables sur les populations locales.
3. L'investissement ETI doit permettre de combler des besoins financiers non satisfaits auparavant.
4. L'investissement ETI doit bénéficier aux travailleurs qui cotisent au fonds de pension qui réalise l'investissement.

CalPERS a investi neuf milliards de dollars dans ce type de programme jusqu'à présent, cette somme servant aussi bien à financer l'accès au logement, à fournir des prêts aux petites entreprises et des capitaux pour des banques ou institutions financières locales. CalPERS a ainsi consacré 20 milliards de dollars au financement de l'économie californienne, ce qui représente 12 % de son actif total. Selon Harrigan (2003), ancien président du fonds de pension, ces investissements auraient permis de créer plus de 54 000 emplois.

Le contexte actuel de croissance des investisseurs institutionnels devrait grandement favoriser les programmes ETI<sup>10</sup>. En effet, la baisse des revenus sur les titres publics et l'efficience accrue des grands marchés boursiers poussent de plus en plus d'investisseurs institutionnels à trouver des sources alternatives de revenu. Or, le développement local et communautaire représente un « marché »



relativement peu exploré par ces investisseurs. Ce paradoxe tient en grande partie aux difficultés auxquelles ont dû faire face les investisseurs qui se sont lancés dans ces programmes. L'investissement direct dans le développement local présente des risques importants, les actifs n'étant pas liquides, alors même que le bénéfice social peut rarement être évalué en termes financiers, les effets sociaux étant alors traités comme des externalités non prises en compte dans les bilans des investisseurs. De plus, la gestion des programmes ETI induit des coûts élevés du fait de leur complexité, et demande bien souvent une collaboration avec les pouvoirs publics, ces derniers étant souvent indispensables à la réussite des investissements. Or, cette collusion entre la finance et la politique est souvent vue comme une remise en cause du rôle de fiduciaire<sup>11</sup>.

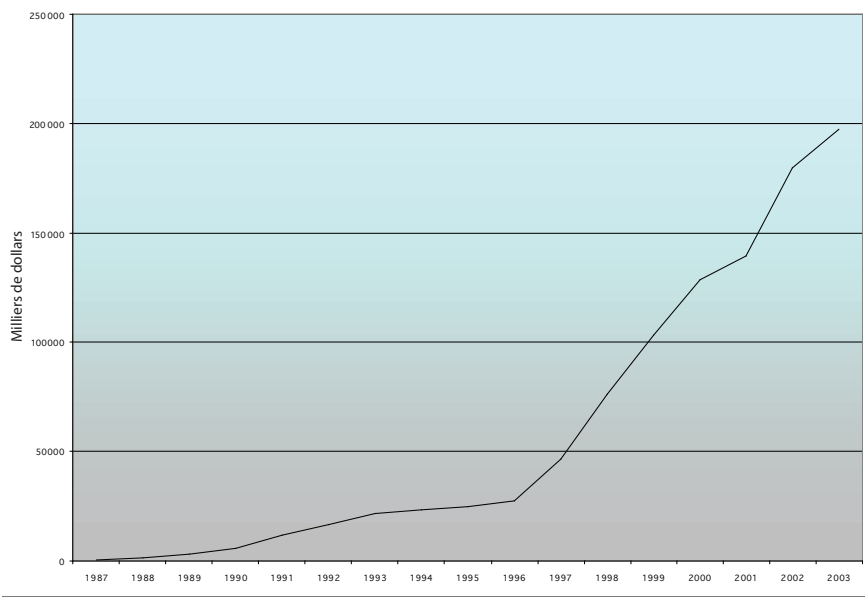
L'exemple des ETI aux États-Unis illustre la difficulté qu'il y a pour les investisseurs institutionnels à investir directement dans le secteur de l'économie sociale sans que les titres aient des caractéristiques financières (homogénéité, mesure financière des risques et liquidité). C'est pour faire face à ces contraintes financières que les autorités publiques américaines ont favorisé le développement d'un réseau fédéral spécialisé dans l'investissement communautaire, les CDFI. Ces investisseurs permettent à des individus ou à des communautés qui sont victimes d'exclusion financière de trouver des sources de financement. Ces intermédiaires financiers collectent des fonds publics (subventions) ou privés (dons) et les investissent dans les communautés en difficulté. En 2004, une enquête auprès de 517 CDFI indiquait que 284 étaient des coopératives de crédit (*credit unions*) et 58, des banques. L'actif total était de 18,3 milliards de dollars. Pour faire face à l'instabilité du volume de fonds collectés, plusieurs Réserves fédérales (*Federal Reserve Banks*) ont mis en place une réflexion autour de l'accès aux marchés de capitaux pour les CDFI, en s'associant avec une université (Southern New Hampshire University), des banques d'investissement privés et une agence gouvernementale de titrisation de créances hypothécaires (Fannie Mae). Le programme intitulé *Wall Street Without Walls* a pour but d'assurer des séances de formation aux dirigeants des CDFI pendant lesquelles les mécanismes financiers sont analysés pour les adapter aux besoins de ces institutions financières<sup>12</sup>. Le programme intitulé *Capital Market Access Program* a permis de suggérer plusieurs innovations financières pour assurer le développement des CDFI grâce à l'émission de titres sur les marchés financiers (Stanton, 2003).

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



titrisation d'actifs a connu une forte croissance, comme par exemple dans le cas du papier commercial adossé à des actifs (Toovey et Kiff, 2003 ; Kiff, 2003). La figure 2 illustre la croissance de la titrisation depuis la fin des années 1980.

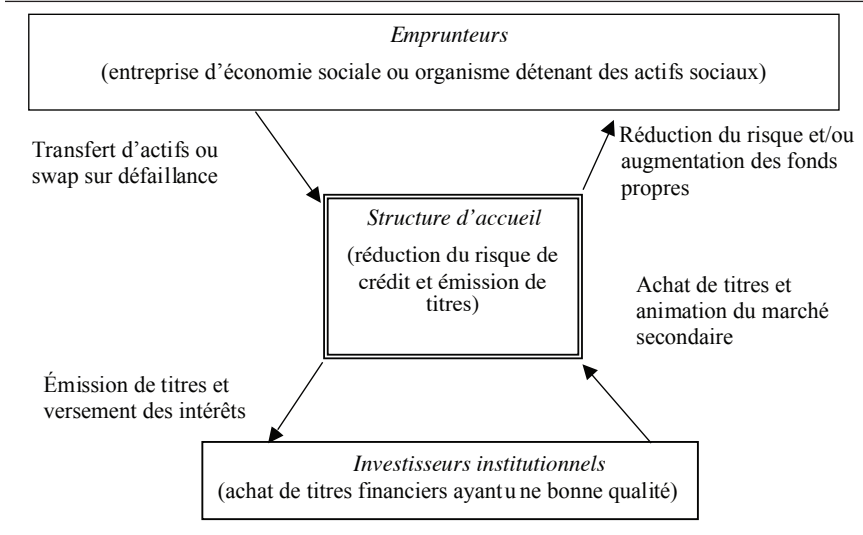
Figure 2  
**La titrisation d'actifs au Canada**



Pour le vendeur du titre, il s'agit souvent de réduire le risque<sup>13</sup> qui pèse sur ses actifs ou d'améliorer la présentation financière de son bilan pour accroître sa capacité d'emprunt auprès d'institutions bancaires, alors même que ses actifs ne peuvent être directement cédés sur un marché (soit parce que l'actif est spécifique ou qu'il n'existe pas de marché secondaire pour cet actif). Pour l'acheteur du titre, l'intérêt est d'acheter un titre de bonne qualité et procurant un rendement intéressant alors qu'il n'aurait pu trouver les mêmes conditions financières en achetant directement les actifs sous-jacents. La titrisation d'actifs « consiste à regrouper des quantités importantes de petits actifs homogènes dans une structure d'accueil qui émet de nouveaux titres dont la cote est plus élevée » (Toovey et Kiff, 2003, p. 45). Au Canada, le marché est animé par les

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

Figure 3  
La titrisation de créances



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

sur le plan légal et financier, notamment pour évaluer la réalité du transfert de risques. Il est donc nécessaire que des institutions publiques soient en charge ou supervisent les structures d'accueil spécialisées dans la titrisation d'actifs.

## **LA BANQUE D'AFFAIRES AU SERVICE DU DÉVELOPPEMENT LOCAL**

Le terme de banque d'affaires renvoie à l'image de banquiers privés célèbres tels que JP Morgan, la famille Lazard ou la famille Rothschild<sup>14</sup>. Le développement de cette activité correspond aux besoins des marchands à partir du XVI<sup>e</sup> siècle qui devaient financer des voyages, durant parfois de longs mois, avant de pouvoir vendre les marchandises acquises en Orient ou dans les Amériques. Au tournant du XX<sup>e</sup> siècle, la banque d'affaires s'est reconvertie dans le financement des fusions et acquisitions lors de la constitution de grands trusts industriels. Aujourd'hui encore, la banque d'affaires est un métier qui consiste principalement à réaliser des montages financiers pour les entreprises non cotées en Bourse ou qui désirent réaliser des opérations financières sans qu'elles soient publiques. La principale différence entre la période actuelle et l'âge d'or de la banque d'affaires indépendante du XIX<sup>e</sup> siècle est que ce sont les investisseurs institutionnels, grandes banques généralistes et fonds de pension, qui dominent le marché du placement privé<sup>15</sup> (Chemla, 2004). Ce nouveau marché s'adresse autant aux grandes sociétés cotées en Bourse qu'aux petites et moyennes entreprises à travers l'investissement direct en capital, accompagné souvent d'un soutien dans la gestion et le développement de l'entreprise, que ce soit pour des entreprises technologiques (le capital de risque) ou pour des entreprises dont l'activité a un impact social en termes de développement (Mendell, Lévesque et Rouzier, 2003).

Le marché des placements privés a connu une forte croissance ces dix dernières années en Amérique du Nord. Aux États-Unis, il est passé de 22 milliards de dollars en 1992 à 108,1 milliards de dollars en 1999, le marché étant également partagé entre les placements en capital de risque et le financement de rachat d'entreprises ou de prêts « mezzanines »<sup>16</sup>. Au Canada, le marché des placements privés est dominé par les fonds de pension publics (Industrie Canada, 2004). La Caisse a massivement investi dans les placements privés depuis le début des années 1970, répondant ainsi à la volonté du gouvernement provincial de stimuler la création d'entreprises francophones au Québec et de faire face à la restructuration de la Bourse de Montréal (Pelletier, 1988). En 2002, les placements privés représentaient un montant de 11,6 milliards de dollars, dont 1,5 milliard sous la forme de capital de risque, 8 milliards sous la forme de placements négociés et 134 millions pour les services aux PME québécoises (Mendell, Lévesque et Rouzier, 2003, p. 43). Au début de l'année 2004, la CDP a restructuré son activité de banque d'affaires en créant deux portefeuilles. Le

premier s'appelle « placements privés » et regroupe les activités de capital de risque, de rachats d'entreprises et de prêts mezzanine. Le second s'appelle « participations et infrastructures » et regroupe quatre activités : développement, accumulation, infrastructures et dette (Rousseau, 2005). Le portefeuille placements privés répond donc aux standards nord-américains (*private equity*) en regroupant les activités dévolues aux nouvelles banques d'affaires. Le portefeuille « participations et infrastructure » semble quant à lui inclure les placements stratégiques de la Caisse dans les grandes entreprises québécoises et l'ingénierie financière qui est réalisée traditionnellement par les banques d'investissement nord-américaines. L'activité de placements privés des investisseurs institutionnels publics comme la CDP permet d'envisager une activité de banque d'affaires au service du capital de développement et non pas seulement au service du capital de risque<sup>17</sup>.

Les nouveaux outils financiers utilisés par les banques d'affaires, comme le rachat d'entreprises ou les titres convertibles, peuvent aussi intéresser les entreprises collectives et éviter qu'elles ne supportent une contrainte financière trop forte de la part des grandes banques canadiennes ou qu'elles soient uniquement financées par des subventions gouvernementales. Le rachat d'entreprise par ses employés peut aussi être financé par ce type de placement et permettre à des entreprises de conserver un esprit coopératif, chaque travailleur étant actionnaire de l'entreprise mais avec un dividende « juste » qui peut être fonction de critères non financiers par exemple. Ce type de montage financier peut aussi faciliter le financement du transfert de propriété entre les employés-actionnaires lorsque certains quittent ou entrent dans l'entreprise. Les obligations convertibles et les *warrants*<sup>18</sup> permettent de financer les achats d'actif au démarrage des entreprises et de convertir ensuite les dettes en capital lorsque l'entreprise a pu accumuler des revenus, réduisant automatiquement son niveau d'endettement. Cela permet ainsi d'associer les créanciers de l'entreprise au développement à long terme de l'entreprise et de créer un réseau de partenaires autour de l'entreprise. Cette réflexion s'inscrit dans un questionnement plus large sur la participation des travailleurs dans les entreprises dans la mesure où les dispositions favorisant la participation financière des travailleurs, que ce soit à travers les modes de rémunération, l'épargne-retraite ou encore l'actionnariat salarié, sont de plus en plus nombreuses en Europe (Poutsma, 2001). En ce sens, les principes de la propriété collective et des règles démocratiques de décision dans les entreprises d'économie sociale peuvent être interprétés comme une source d'innovations sociales dans le contexte actuel de l'entreprise et du monde du travail.

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

le rationnement du crédit de la part du secteur bancaire ou des intermédiaires financiers. Dans cette perspective, l'idée de banque d'affaires de l'économie sociale, rôle joué notamment par le Réseau d'investissement social du Québec (RISQ), ou la caisse d'économie solidaire, rejoindrait celle de banque coopérative ou de *credit unions* dans les pays anglo-saxons.

## CONCLUSION

À partir d'une approche inductive fondée sur trois études de cas, il s'agissait de décrire et d'analyser les caractéristiques de trois innovations en faveur du développement de l'économie sociale à travers de nouvelles formes d'intermédiation financière. Au-delà de la difficulté qu'il y a à comparer des organisations dont la culture est toujours spécifique, les trois exemples présentés, la CDC en France, CalPERS en Californie et la CDP au Québec, illustrent la capacité des pouvoirs publics à promouvoir des innovations sociales: les fonds mutuels solidaires permettent d'insérer des critères sociaux dans le secteur de la gestion déléguée d'actifs; la titrisation d'actifs assure un accès aux marchés financiers aux entreprises dont les actifs sont immobilisés; le capital de développement à travers le placement privé fournit une alternative aux exigences de rendement à court terme du secteur bancaire ou des investisseurs «classiques». De plus, ces innovations sociales apportent une réponse collective à la financiarisation et à l'individualisation des relations économiques et sociales.

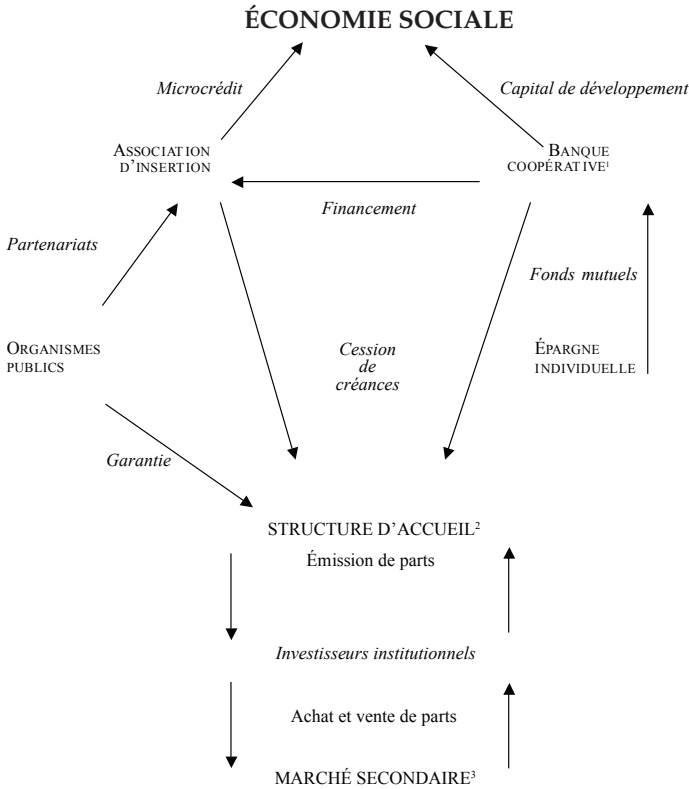
Sur le plan politique, les trois innovations décrites plus haut s'inscrivent dans le courant de la finance socialement responsable qui permet de reposer la question du lien social à travers des pratiques du secteur financier. Il n'est pas certain que le développement d'une économie hétérogène, dont une partie recherche la rentabilité financière et l'autre, la satisfaction des besoins sociaux, constitue un modèle de société indépassable. L'idée d'une société écartelée entre ces deux pôles s'appuie souvent sur un schéma libéral qui oppose l'État et le marché, laissant l'État gérer les externalités négatives produites par le secteur marchand. Notre étude s'appuie au contraire sur l'idée que l'activité économique peut bénéficier des développements sur le plan financier avec le soutien d'investisseurs institutionnels publics dotés d'une double mission et d'un partenariat avec les acteurs sociaux (Bourque, 2000).

Sur le plan méthodologique, il semble que la création, la stabilisation et l'institutionnalisation des innovations sociales ne soient pas des processus séparés dans la mesure où ils se développent conjointement à travers la coordination entre trois logiques: la logique financière, la logique publique et la logique collective. La distinction entre l'innovation de produit et l'innovation de processus, si elle peut être pertinente a posteriori, ne permet pas de comprendre le mécanisme de développement de l'innovation sociale, les deux

formes d'innovation se structurant conjointement. Les trois cas présentés ici illustrent le fait que les innovations sociales impliquent également un processus de redéfinition du statut et des pratiques des acteurs.

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

Figure 4  
Le réseau du financement de l'économie sociale



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

Récemment, la Caisse a exprimé son souci de tenir compte des enjeux de l'ISR dans les domaines de la gestion de portefeuilles<sup>19</sup>, de la gouvernance d'entreprise<sup>20</sup> et du développement local<sup>21</sup>. Grâce à son statut d'investisseur universel (Hanin, 2005), la Caisse est tout à fait en mesure d'offrir les structures nécessaires au développement d'un secteur des fonds communs de placement

responsables au Québec. De plus, ses contacts avec les entreprises au Québec, son portefeuille de placements privés et son département d'analyse économique sont autant de points forts pour assurer la viabilité du projet. Dans le domaine de la finance directe, la CDP peut mettre en place une structure d'accueil qui permette aux petites entreprises et aux entreprises de l'économie sociale d'accéder aux marchés des titres adossés à des actifs. En effet, la CDP peut aussi bien assurer le lien avec les pouvoirs publics pour obtenir la garantie publique sur les titres émis, conseiller les entreprises lors des émissions et assurer la liquidité du marché grâce à ses contacts avec les gestionnaires de portefeuilles au Canada. En 2001, la CDP a déjà réalisé ce type de montage financier dans le domaine de l'immobilier et la nouvelle loi lui permet explicitement de développer ce type d'activité. Dans le domaine du placement privé, la Caisse est en mesure de fournir du capital de développement avec l'aide de fonds de travailleurs et le soutien d'une banque coopérative de développement. L'enjeu dans le domaine du secteur financier est donc moins de créer des structures nouvelles que de développer les complémentarités entre les différentes activités : finance directe, finance indirecte et placements privés, à travers le développement de réseaux d'acteurs et de dispositifs réglementaires ou législatifs qui facilitent la coordination entre les divers acteurs.

## Notes

1. Je remercie le CRISES (Centre de recherche sur les innovations sociales) et Benoît Lévesque qui ont rendu possible cette recherche, ainsi que les évaluateurs de la revue pour leurs judicieux commentaires. Je demeure bien entendu seul responsable des erreurs et omissions qui pourraient subsister.
2. Dans le texte, l'investissement socialement responsable (ISR) et la finance socialement responsable (FSR) sont traités comme des synonymes même si notre préférence va à l'utilisation du second. BOURQUE et GENDRON (2003) ont souligné la double signification du terme *investment* qui englobe les deux termes français « investissement » et « placement ».
3. Sa popularité provient du besoin de réunion entre l'économie et l'environnement social, mais aussi de la réintroduction du normatif et du politique dans les rapports sociaux, deux idées dont l'économie et la gestion pensaient s'être définitivement émancipées. Au Québec, les débats autour d'un nouveau modèle québécois de développement expriment le souci d'articuler une réflexion sociale, économique et politique sur l'avenir des institutions québécoises (VENNE *et al.*, 2003).
4. Nous reprenons la définition de l'économie sociale donnée par le Chantier de l'économie sociale dans laquelle l'économie sociale « regroupe l'ensemble des activités et organismes, issus de l'entrepreneuriat collectif, qui s'ordonne autour des principes et règles de fonctionnement suivant : l'entreprise de l'économie sociale a pour finalité de servir ses membres ou la collectivité plutôt que de simplement engendrer des profits et viser le rendement financier ; elle a une autonomie de gestion par rapport à l'État ; elle intègre dans ses statuts et ses façons de faire un processus de décision démocratique impliquant usagers et usagers, travailleuses et travailleurs ; elle défend la primauté des personnes et du travail sur le capital dans la répartition de ses surplus et revenus ; elle fonde ses activités sur les principes de la participation, de la prise en charge et de la responsabilité individuelle et collective » (Chantier de l'économie sociale, 1996, p. 19-20).

On trouve aussi dans le monde anglo-saxon une définition de l'entreprise sociale : « *A social enterprise is a business with primarily social objectives whose surpluses are reinvested for that purpose in the business or in the community, rather than being driven by the need to maximise profit for shareholders and owners.* » (Social Enterprise Unit, 2002, cité par MCGEEHAN, 2003, p. 157)



5. Parmi les missions d'intérêt général se trouvent la gestion des retraites, le financement du logement social et des infrastructures collectives, et le soutien au développement des régions et du secteur de l'économie sociale. Les investissements de long terme concernent des activités concurrentielles dans lesquelles les pouvoirs publics veulent développer des projets ou créer des partenariats avec d'autres acteurs du secteur. Par exemple, la CDC détient un portefeuille d'actions et d'obligations d'entreprises françaises dont la valeur était en 2005 d'environ 150 milliards d'euros.
6. L'épargne solidaire a pour finalité de financer le développement des entreprises solidaires, définies comme « des entreprises non cotées, agréées par décision ministérielle, qui, soit emploient au moins un tiers de salariés en grande difficulté d'insertion, soit revêtent une forme juridique à but non lucratif de type mutualiste ou coopératif et ne versent pas à leurs dirigeants une rémunération supérieure à quarante-huit SMIC. Leur sont assimilés des organismes dont l'actif est composé pour au moins 80 % de titres émis par lesdites entreprises, ainsi que les établissements de crédit dont 80 % des prêts et investissements sont effectués en leur faveur » (France, Haut Conseil du secteur financier, 2001, p. 113). L'économie sociale et solidaire représente près de deux millions d'emplois.
7. Sur les agences de notation sociétale, voir FATOUX et TIBERGHEN (2004).
8. Le reste de l'encours est investi dans des entreprises cotées ayant un bilan social favorable, n'ayant pas procédé à des licenciements secs au cours de la dernière année ou menant une politique d'insertion en faveur des personnes en difficulté, ainsi que dans des titres de sociétés ayant une politique active en termes de mécénat, d'éducation et de lutte contre l'exclusion.
9. « *CED [Community Economic Development] is the process by which local people build organizations and partnerships that interconnect profitable business with other interests and values – for example, skills and education, health, housing, and the environment. In CED a lot more people get involved, describing how the community should change. A lot more organizations look for ways to make their actions and investments reinforce the wishes and intentions of the whole community. Business becomes a means to accumulate wealth and to make the local way of life more creative, inclusive, and sustainable – now and 20 or 30 years from now.* » (CENTER FOR COMMUNITY ENTERPRISE, <<http://www.cedworks.com/CEDdefinition.html>>.) Pour le cas du Canada, voir SHRAGGE (1993).
10. Voir ZANGLEIN (2001) pour une discussion des barrières qui freinent le développement des ETI.
11. L'administration Clinton avait proposé sans succès, à la fin des années 1990, d'utiliser le modèle des ETI pour financer des infrastructures publiques. La généralisation de ces programmes d'investissement se heurte à un préjugé de conflits d'intérêt entre la gestion financière des fonds de pension et l'intervention d'acteurs politiques. Voir CLARK (2000, chapitre 10).
12. Voir <[www.wallstreetwithoutwalls.com](http://www.wallstreetwithoutwalls.com)>.
13. La réduction du risque de crédit peut se faire à l'aide de différentes méthodes comme l'émission de tranches subordonnées ou le rehaussement de crédit par une institution tiers jouissant d'une bonne cote de crédit. Dans le premier cas, la structure d'accueil émet des titres de qualités différentes, regroupant les actifs les plus risqués dans des titres de moins bonne qualité et permettant d'émettre des titres de très bonne qualité, ce qui n'aurait pas été possible autrement. Dans le second cas, la structure d'accueil émet des titres pour une valeur inférieure au montant des actifs détenus ou bien obtient des lettres de crédit ou des cautionnements de la part d'institutions financières possédant une bonne cote de crédit.
14. Pour une histoire de la banque d'affaires, voir BANKS (1999).
15. L'intrusion des fonds de pension dans le marché des placements privés date des années 1970 aux États-Unis à l'occasion d'une modification de la loi sur les fonds de pension (ERISA). À la suite d'une modification de l'interprétation de la règle de l'homme prudent, les fonds de pension étaient autorisés à diversifier leurs actifs tant que le niveau de risque global du portefeuille n'en était pas affecté (CRAIG, 2001). Dans le cas des banques commerciales, leur intrusion sur ce marché a crû, lorsqu'elles se sont retrouvées en possession d'un portefeuille de placements privés dans les pays émergents au début des années 1980, lorsque la mode des fusions et acquisitions s'est développée aux États-Unis, et enfin pendant la bulle technologique de la fin des années 1990. La loi Gramm-Leach-Bliley votée en 1999 permet explicitement aux conglomérats financiers (*Financial Holding Companies*) que sont devenues les banques de fournir des services de banque d'affaires.
16. Les prêts « mezzanines » consistent en l'émission de titres qui se situent entre les actions et les obligations. Ils prennent souvent la forme de titres convertibles procurant un fort rendement et comportant une option d'achat d'actions (RIDING et ORSER, 1997, p. 181).
17. Pour une analyse des expériences des fonds de travailleurs américains, voir CALABRESE (2001).

18. Un *warrant* est une option d'achat de titres dans le futur. Communément, un *warrant* est attaché à la vente d'obligations pour améliorer la qualité de l'émission et donc réduire le coût de financement. L'acheteur de l'obligation obtient un droit d'acheter des actions pendant un temps déterminé à un prix déterminé qui est bien souvent inférieur au cours anticipé au moment de la période d'exercice de l'option.
19. «[...] les gestionnaires doivent prendre en compte les critères sociaux, éthiques et environnementaux dans leur analyse préliminaire du risque inhérent à chaque investissement» (CDP, 2005, p. 3).
20. «Des échanges réguliers de correspondance s'établiront entre les gestionnaires et les dirigeants des entreprises à l'égard de l'investissement socialement responsable et si nécessaire, des rencontres pourront se tenir» (CDP, 2005, p. 4).
21. «La Caisse s'attend à ce que les entreprises dans lesquelles elle investit [...] respectent les communautés locales dans lesquelles elles exercent leurs activités et favorisent leur développement» (CDP, 2005, p. 2).

## Bibliographie

- ALBERT, Michel (2003). « Une nouvelle économie sociale de marché? Quels modèles d'entreprise pour un développement durable? », *Futuribles*, n° 287, juin, p. 5-21.
- BANKS, Erik (1999). *The Rise and Fall of the Merchant Banks*, Londres, Kogan Page, 300 p.
- BAUDRU, Daniel et Med KECHIDI (2000). « Stratégies financières des investisseurs institutionnels internationaux et comportement des firmes: le contrôle par le marché », in Ph. MOATI et M. El MOUHOUB (dir.), *Technologie et connaissances dans la mondialisation*, Paris, Economica.
- BAUDRU, D. et F. MORIN (1999). « Gestion institutionnelle et crise financière, une gestion spéculative du risque », in CONSEIL D'ANALYSE ÉCONOMIQUE, *Architecture financière internationale*, Paris, La Documentation française, p. 151-171.
- BOUBEL, A. et F. PANSARD (2004). *Les investisseurs institutionnels*, Paris, La Découverte, 123 p.
- BOURQUE, Gilles L. (2000). *Le modèle québécois de développement, de l'émergence au renouvellement*, Québec, Presses de l'Université du Québec, 235 p.
- BOURQUE, Gilles L. et C. GENDRON (2003). « La finance responsable: la nouvelle dynamique d'une finance plurielle? », *Économie et Solidarités*, vol. 34, n° 1, p. 21-35.
- CAISSE DE DÉPÔT ET PLACEMENT DU QUÉBEC (2005), « Politique sur l'investissement socialement responsable », <www.lacaisse.com>, consulté le 21 février 2005.
- CALABRESE, Michael (2001). « Building on Success: Labor-Friendly Investment Vehicles and the Power of Private Equity », in A. FUNG, T. HEBB et J. ROGERS (dir.), *Working Capital: The Power of Labor's Pensions*, Ithaca, Cornell University Press, p. 93-127.
- CalPERS (2002). *Economically Targeted Investment Program*. Statement of Investment Policy, 17 juin, document disponible à l'adresse <www.calpers.ca.gov>, consulté le 5 décembre 2006.
- CARDONA, M. et I. FENDER (2003). « L'évolution des facteurs influant sur le comportement des gestionnaires institutionnels: incidence potentielle sur les marchés de capitaux », *Revue de stabilité financière*, juin, p. 98-109.
- CHANTIER DE L'ÉCONOMIE SOCIALE (1996). *Osons la solidarité! Rapport du groupe de travail sur l'économie sociale*, Montréal, 95 p.
- CHEMLA, Gilles (2004). « Pension Funds Investment in Private Equity and Venture Capital », *Journal of Private Equity*, vol. 74, n° 2, p. 74-81.

- CLAMP, Christina A. (2001). « Cooperatives at the Start of the 21st Century: An Overview of the Cooperative Movement in the USA », in A.G. GAGNON et J.P. GIRARD (dir.), *Le mouvement coopératif au cœur du XXI<sup>e</sup> siècle*, Québec, Presses de l'Université du Québec, p. 203-222.
- CLARK, Gordon (2000). *Pension Fund Capitalism*, Oxford, Oxford University Press, 364 p.
- CRAIG, Valentine (2001). « Merchant Banking: Past and Present », *FDIC Banking Review*, vol. 14, n° 1, p. 29-36.
- DAVIS, E. P. et B. STEIL (2001). *Institutional Investors*, Cambridge, MIT Press, 560 p.
- FATOUX, F. et F. TIBERGHIEIN (2004). « L'évaluation extra-financière des entreprises », *Futuribles*, n° 293, janvier, p. 39-51.
- FONDS DE SOLIDARITÉ DES TRAVAILLEURS DU QUÉBEC (2001). *Un cas exemplaire de nouvelle gouvernance*, Montréal, Fonds de solidarité FTQ, 107 p.
- FONDS DE SOLIDARITÉ DES TRAVAILLEURS DU QUÉBEC (2005). *Rapport Annuel 2004*, Montréal, FTQ.
- FRANCE – HAUT CONSEIL DU SECTEUR FINANCIER PUBLIC ET SEMI-PUBLIC (2001). *Un secteur financier public, pour quoi faire ?*, Paris, La Documentation française, 187 p.
- HANIN, Frédéric (2005). « La place des investisseurs institutionnels publics dans le nouveau régime de croissance financier », Présentation au séminaire du CERGO, École nationale d'administration publique, 23 mars 2005.
- HARRIGAN, Sean (2003). « Economically Targeted Investments: Doing Well and Doing Good », in I. CARMICHAEL et J. QUARTER (dir.), *Money on the Line: Workers' Capital in Canada*, Ottawa, Canadian Centre for Policy Alternatives, p. 237-252.
- HOFFER, Doug (2004). « A Survey of Economically Targeted Investments: Opportunities for Public Pension Funds », Report for the Vermont State Treasurer and the State Retirement Boards, 16 février, 17 p.
- INDUSTRIE CANADA (2004). *Finding the Key: Institutional Investors and Private Equity*, rapport, <www.ic.gc.ca>, consulté le 10 décembre 2006, 46 p.
- KEYNES, John Maynard (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Londres, Macmillan.
- KIFF, John (2003). « L'évolution récente des marchés du transfert du risque de crédit », *Revue du système financier*, juin, p. 35-44.
- KLOPPENBERG, James T. (1986). *Uncertain Victory, Social Democracy and Progressivism in European and American Thought, 1870 – 1920*, New York, Oxford University Press, 546 p.
- LÉCUYER, Jean-Marie (2004). « Une législation et une fiscalité adaptées pour le développement des initiatives de solidarité économique: la Loi Fabius sur l'épargne salariale (février 2001) », texte présenté au forum « Finance solidaire et consommation responsable: pouvoirs publics et citoyens engagés pour la cohésion sociale », Conseil de l'Europe, Strasbourg, Palais de l'Europe, 4 et 5 novembre.
- LÉVESQUE, Benoît (2003). « Fonction de base et nouveau rôle des pouvoirs publics: vers un nouveau paradigme de l'État », *Annals of Public & Cooperative Economics*, vol. 74, n° 4, p. 489-514.
- LÉVESQUE, B., M.-C. MALO et R. ROUZIER (1997). *La Caisse de dépôt et placement du Québec et le Mouvement des caisses populaires et d'économie Desjardins: deux institutions financières, une même convergence vers l'intérêt général ?*, Cahiers du CRISES, n° 9703, Montréal, Université du Québec à Montréal, CRISES, 24 p.

- MCGEEHAN, Sarah (2003). « Building Social Enterprises Through Investment », *Économie et Solidarités*, vol. 34, n° 1, p. 156-167.
- MENDELL, M., B. LÉVESQUE et R. ROUZIER (2003). « Portrait du capital de développement au Québec: une première esquisse », *Économie et Solidarités*, vol. 34, n° 1, p. 37-63.
- NOTAT, Nicole (2003). « La responsabilité sociale des entreprises », *Futuribles*, n° 288, juillet-août, p. 11-28.
- NOVETHIC (2006). *L'indicateur Novethic*, <www.novethic.fr>, consulté le 4 décembre 2006.
- PELLETIER, Mario (1988). *La machine à milliards: l'histoire de la Caisse de dépôt et placement du Québec*, Montréal, Québec-Amérique, 330 p.
- PLIHON, Dominique (dir.) (2002). *Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance*, Paris, Commissariat général du Plan.
- POUTSMA, Éric (2001). *Les tendances récentes de la participation financière des travailleurs dans l'Union européenne*, Dublin, Fondation européenne pour l'amélioration des conditions de vie et de travail, 135 p.
- PRIOURET, Roger (1966). *La Caisse des Dépôts, cent cinquante ans d'histoire financière*, Paris, Presses universitaires de France, 508 p.
- RIDING Allan L. et Barbara J. ORSER (1997). *Beyond the Banks: Creative Financing for Canadian Entrepreneurs*, Toronto, Wiley, 312 p.
- ROUSSEAU, Henri-Paul (2005). « Stratégie d'investissement en capital de risque et placements privés », Caisse de dépôt et placement du Québec, Présentation devant la Chambre de commerce française au Canada, 14 février 2005, 22 p.
- SHRAGGE, Eric (dir.) (1993). *Community Economic Development: In Search of Empowerment and Alternatives*, Montréal, Black Rose, Books 141 p.
- STANTON, Gregory M. (2003). « Unblocking Obstacles to Capital Markets for Community Development Lenders », ARC, *School of Community Economic Development*, Southern New Hampshire University, 31 p.
- TOOVEY, P. et J. KIFF (2003). « Le marché canadien du papier commercial adossé à des actifs: évolution et enjeux », *Revue du système financier*, juin, p. 45-51.
- VENNE, M. et E. BÉDARD et al. (2003). *Justice, démocratie et prospérité: l'avenir du modèle québécois*, Montréal, Québec-Amérique, 255 p.
- ZANGLEIN, Jayne E. (2001). « Overcoming Institutional Barriers on the Economically Targeted Investment Superhighway », in A. FUNG, T. HEBB et J. ROGERS (dir.), *Working Capital: The Power of Labor's Pensions*, Ithaca, Cornell University Press, p. 181-202.