

# VERS UN INVESTISSEMENT VRAIMENT RESPONSABLE ?

GUILLAUME VUILLEMEY\*

L'investissement socialement responsable (ISR) a connu un développement fulgurant au cours des deux dernières décennies<sup>1</sup>. Dans les enquêtes d'opinions, un nombre croissant d'épargnants se montrent intéressés, tandis que les actifs sous gestion (difficiles à mesurer, en raison des problèmes de définition) se chiffrent en trillions de dollars. Selon la définition la plus courante – qui soulève néanmoins une quantité de questions –, un investisseur se montrerait « socialement responsable » en acceptant de sacrifier une partie du rendement financier de son investissement (ajusté du risque) pour conformer ses décisions à certaines fins d'utilité supposément publique. Par exemple, un fonds socialement responsable peut éviter d'investir dans des secteurs jugés « immoraux » (pétrole, armement, tabac, etc.) ou privilégier les entreprises qui ont pris des engagements en vue de certaines fins (réduction des émissions de gaz à effet de serre, etc.). Si la pratique de l'ISR paraît éminemment louable au premier abord, sa mise en œuvre concrète soulève des questions difficiles : que signifie être « socialement responsable » ? par l'emploi d'une expression que nul n'a réussi à définir de manière claire, ne risque-t-on pas de réduire la « responsabilité sociale » à un simple argument commercial sans grands effets concrets ? de même que l'on parle de *green washing* pour désigner les pratiques faussement écologiques de certaines entreprises, ne va-t-on pas vers un *responsability washing* massif dans l'industrie de la gestion d'actifs ?

87

---

\* Professeur associé de finance, HEC Paris ; chercheur associé, CEPR (Londres).  
Contact : [vuillemey@hec.fr](mailto:vuillemey@hec.fr).

Dans cet article, notre but est de poser à nouveau la question de la signification du concept d'« investisseur responsable », et d'esquisser des pistes visant à rendre ce concept plus opérationnel. Dans un premier temps, nous établissons le constat, peu connu mais à nos yeux indispensable, selon lequel le concept d'« investisseur responsable » est historiquement une contradiction dans les termes. La figure de l'investisseur, plaçant son épargne dans une multitude d'entreprises qu'il ne gère pas lui-même, est apparue précisément au moment où les actionnaires ont commencé à bénéficier de la responsabilité limitée, c'est-à-dire quand ils ont cessé d'être pleinement responsables. Cette dissociation de l'acte d'investissement et de la responsabilité juridique et financière a été un préalable à l'émergence de nombreux intermédiaires financiers. Comprendre l'origine historique du problème soulevé par la responsabilité des investisseurs nous permettra, dans un second temps, de discuter différentes acceptions possibles du concept de « responsabilité sociale ». Enfin, dans un troisième temps, nous réfléchirons à des changements structurels qui pourraient conduire investisseurs et intermédiaires financiers à être plus « socialement responsables » à l'avenir.

### *LA DISSOCIATION DE L'INVESTISSEMENT ET DE LA RESPONSABILITÉ*

88

En quoi le concept d'« investisseur responsable » apparaît-il historiquement comme une contradiction dans les termes ? Traditionnellement, dans le droit européen (issu du droit romain) jusqu'au milieu du XIX<sup>e</sup> siècle, toute personne physique qui investit dans une entreprise est juridiquement et financièrement responsable, de manière illimitée, pour les dettes et les dommages que cette entreprise pourrait causer<sup>2</sup>. Par conséquent, une personne ne pouvait placer ses capitaux que dans un nombre limité d'entreprises, et s'impliquait généralement de manière active dans la gestion de celles-ci, précisément parce qu'elle pouvait être tenue responsable « *to the last penny and acre* ». Nul ne pouvait donc être seulement investisseur, sans être en même temps concerné par la gestion<sup>3</sup>. Pour que la figure de l'investisseur – celui qui place ses capitaux dans un grand nombre d'entreprises dont il peut tout ignorer et dans la gestion desquelles il ne s'implique pas – puisse apparaître, la responsabilité limitée des actionnaires était une nécessité. Lorsqu'il bénéficie de la responsabilité limitée, un actionnaire qui investit 1 000 euros dans une entreprise ne peut jamais perdre plus que cette somme, quand bien même l'entreprise en question cause des dommages bien supérieurs. La généralisation de la responsabilité limitée en Europe date du milieu du XIX<sup>e</sup> siècle, entre les années 1840 et 1870 selon les pays<sup>4</sup>.

Si les économistes ont tendance à penser que la responsabilité limitée a été généralisée pour permettre à des entreprises en croissance d'attirer davantage de capitaux, une telle thèse n'est pas corroborée par les sources historiques<sup>5</sup>. La thèse la plus convaincante, esquissée par des auteurs tels que Hunt (1936), Jefferys (1938), Bryer (1997) et Chaplin (2016), est exactement inverse : la responsabilité limitée aurait été introduite non pour satisfaire une demande émanant des entreprises en quête de capitaux, mais une demande des épargnants souhaitant devenir de purs investisseurs. Les éléments à l'appui de cette thèse sont multiples, au moins dans le cas de l'Angleterre. En effet, les débuts de la Révolution industrielle ont permis l'accumulation de fortunes importantes dans une classe bourgeoise en expansion. Cependant, les débouchés pour cette épargne restaient très limités, et se limitaient presque exclusivement à des obligations d'État (*Consols*), dont les quantités stagnaient, et aux actions des quelques sociétés ayant bénéficié de la responsabilité limitée par une charte (principalement les actions des compagnies de chemin de fer). Dans un contexte de hausse de la richesse, la demande pour ces rares valeurs mobilières augmenta fortement, de sorte que leurs rendements baissèrent continûment, entraînant un mécontentement des rentiers et de la classe bourgeoise.

Bien évidemment, cette classe épargnante voyait la croissance de l'industrie, mais ne pouvait pas investir directement dans les milliers de manufactures et d'entreprises en croissance, précisément parce que la responsabilité illimitée des associés restait la norme. Ce que souhaitait cette classe bourgeoise, c'était « investir », mais non « s'investir » dans des projets. Les débats de la Commission chargée de la réforme du droit des sociétés en Angleterre (*Mercantile Laws Commission* de 1854), de même que de nombreux articles de journaux de la même époque, montrent bien que ces investisseurs en puissance sont derrière la généralisation de la responsabilité limitée. Les années ayant suivi cette généralisation donnent d'ailleurs à voir un appétit considérable des investisseurs pour tous types d'actions, au point que de nombreuses sociétés nouvellement créées n'étaient pas viables et ont fait défaut presque immédiatement (menant à la crise de 1866, marquée par la faillite retentissante de la banque Overend Gurney).

Cette brève analyse des origines de la société anonyme nous montre bien que l'investisseur (le « capitaliste », selon la terminologie du XIX<sup>e</sup> siècle) n'a pu réellement apparaître qu'en se détachant très largement des responsabilités historiquement associées à tout apport en capital. Cette idée a depuis été théorisée, de sorte que, dans sa revue de littérature sur la responsabilité limitée, Carney (2000) peut expliquer que « l'avantage principal de la responsabilité limitée est d'encourager l'investissement par des épargnants passifs dans des entreprises risquées,

particulièrement quand ces épargnants seraient incapables à contrôler les gestionnaires de l'entreprise ». Sans limitation de responsabilité, l'investissement passif serait inexistant ou marginal.

La généralisation de la responsabilité limitée était aussi une étape nécessaire pour permettre à de nombreux intermédiaires financiers de devenir ce qu'ils sont aujourd'hui. Tout d'abord, la responsabilité limitée a, dans une large mesure, favorisé l'émergence des banques de dépôt telles que nous les connaissons aujourd'hui ; auparavant, les banques étaient presque exclusivement des banques privées ne prenant pas ou peu de dépôts, ou de toutes petites banques locales ne disposant souvent que d'une seule agence (Newton, 2010). À l'inverse, l'essor du système bancaire tel que nous le connaissons date des années 1860-1870, en Angleterre comme en France.

Parmi les intermédiaires financiers qui doivent tout ou presque à la responsabilité limitée se trouvent également les fonds mutuels, qui permettent à des gérants d'actifs de collecter l'épargne des ménages pour l'investir dans des portefeuilles d'actifs, notamment des actions. Si ces fonds ont des origines plus anciennes (Rouwenhorst, 2005), il est notable que le premier fonds moderne naisse en Angleterre, quelques années seulement après la généralisation de la responsabilité limitée. Plus spécifiquement, le Foreign and Colonial Government Trust a été fondé en 1868 à Londres. Selon le prospectus de ce fonds, son but était d'« offrir aux investisseurs ayant peu de moyens les mêmes avantages que ceux dont dispose un grand capitaliste, en diminuant le risque d'un investissement dans des titres d'États étrangers et coloniaux, et ce en partageant l'investissement sur un grand nombre de titres ». Ainsi, il s'agit bien à nouveau de rendre possible l'investissement sans que l'investisseur ait à se soucier outre mesure de la nature des projets dans lesquels son argent est placé ; en ce sens, la seule caractéristique d'un actif qui reste pertinente, à l'exclusion de toutes les autres, est son rendement financier. À la suite de la création de ce fonds, de nombreux autres intermédiaires du même type ont été créés, dont les caractéristiques sont très proches de celles des fonds modernes (Chambers et Esteves, 2014).

Ces rappels historiques nous permettent, un siècle et demi plus tard, de recontextualiser les discussions sur la « responsabilité sociale » des investisseurs. En un sens, l'investisseur ne peut aspirer à la « responsabilité sociale » que dans la mesure où il a été l'objet préalable d'une déresponsabilisation, sans laquelle il ne serait jamais devenu un pur « investisseur ». Après s'être désintéressé de la gestion des projets dans lesquels ils investissent, les épargnants semblent s'y intéresser à nouveau, au moins superficiellement. C'est ce dont témoigne la demande d'investissement socialement responsable. Ainsi que j'ai pu l'écrire dans

un autre article discutant de la « responsabilité » des entreprises en matière environnementale (Vuilleme, 2020a), « deux logiques radicalement incompatibles sont à l'œuvre. En tant que citoyen, l'épargnant veut vivre dans un monde sain et durable, qui soit le reflet de certaines de ses valeurs. En tant qu'investisseur, l'épargnant veut pouvoir ne rien savoir des entreprises dans lesquelles il investit, il veut ne pas s'engager dans la gestion de ces entreprises, il veut pouvoir acheter et vendre quand bon lui plaît. Cette liquidité que l'investisseur valorise tant est précisément ce par quoi il peut se détacher de tout engagement de long terme, de toute responsabilité, lesquels sont les fondements de toute soutenabilité écologique. Une question fondamentale pour le futur est donc celle du lieu où placer le curseur sur la ligne qui court d'un extrême à l'autre, de la limitation quasi absolue de la responsabilité (situation actuelle) à la responsabilité illimitée (situation jusqu'au XIX<sup>e</sup> siècle) ». Sur ce point, l'histoire nous permet une dernière mise en perspective : au milieu du XIX<sup>e</sup> siècle, quand la responsabilité limitée des actionnaires s'est généralisée, les questions environnementales, et plus généralement celles relatives à la responsabilité civile des entreprises, ne se posaient pas, ou de manière totalement secondaire. Cent cinquante ans plus tard, la situation a radicalement changé, et l'on peut douter que la limitation généralisée de responsabilité reste optimale pour faire face aux enjeux, notamment environnementaux, qui se posent.

### *LES LIMITES DE L'INVESTISSEMENT SOCIALEMENT RESPONSABLE*

Des études récentes ont montré l'usage que font nombre d'entreprises de la responsabilité limitée pour externaliser vers la collectivité le coût des dommages écologiques que leur activité peut causer (Akey et Appel, 2020 ; Vuilleme, 2020b). Ce n'est donc pas un hasard si l'essor des discours sur la « responsabilité sociale » des investisseurs date principalement des années 1970-1980, quand les conséquences désastreuses de la déresponsabilisation des entreprises ont commencé à apparaître au grand jour (par exemple, à la suite de la catastrophe de Bhopal en 1984 ; voir Muchlinski, 1987). Dans une large mesure, les préoccupations contemporaines en faveur de l'investissement socialement responsable nous semblent être une réaction à ce processus historique de déresponsabilisation des investisseurs : dès lors que l'on a réalisé les conséquences négatives de la responsabilité limitée des actionnaires, on a voulu les responsabiliser à nouveau, par un discours sur le rôle « social ». Cependant, la responsabilité « sociale » dont les investisseurs seraient désormais porteurs est bien différente de celle

qu'ils supportaient par le passé. Ces différences doivent être mises au jour afin de souligner les limites de l'investissement socialement responsable.

Le concept traditionnel de responsabilité a deux aspects fondamentaux. Premièrement, une responsabilité financière illimitée des actionnaires pour tous les engagements de l'entreprise. En d'autres termes, les entreprises pendant longtemps n'ont pas joui d'une personnalité juridique autonome (personnalité morale) : ainsi tous les engagements que prenait une entreprise liaient directement et pleinement chacun des associés. Historiquement, cette responsabilité illimitée vaut principalement pour les engagements contractuels de l'entreprise, ainsi que pour tous les engagements créés par la mise en œuvre des lois auxquelles l'entreprise est soumise<sup>6</sup>. Deuxièmement, dans les cas exceptionnels où une entreprise était autorisée (par une charte lui offrant dérogation) à limiter la responsabilité des investisseurs, tout concept de responsabilité ne disparaissait pas : les chartes étaient attribuées à des entreprises dont on jugeait qu'elles avaient un intérêt pour la collectivité (canaux, chemins de fer), et étaient assorties de clauses visant à préserver certains intérêts communs. Une entreprise, même si elle limitait sa responsabilité, conservait des engagements vis-à-vis de la collectivité, sur la base d'une vision spécifique du bien commun. Par exemple, jusqu'à sa nationalisation, la Banque de France a dû s'engager de manière croissante – à chaque renouvellement de sa charte – à s'implanter dans des territoires ruraux où elle n'aurait pas sinon été. Ainsi, dans son sens traditionnel en droit européen, la responsabilité d'un investisseur est toujours concrète : une responsabilité vis-à-vis de certaines contreparties ou vis-à-vis d'une collectivité humaine particulière, dont l'ordre politico-juridique promeut une certaine vision du bien commun. L'investisseur est toujours responsable de quelque chose.

*A contrario*, la « responsabilité sociale » dont il est aujourd'hui beaucoup question est souvent comprise comme une responsabilité abstraite : un investisseur ou une entreprise ne cherche pas à être responsable de quelque chose en particulier (par exemple, de telle ou telle pollution concrète, localisée, et nécessairement limitée), mais à être « responsable », tout court. C'est ainsi que l'on peut parler d'« entreprise responsable », d'« investisseur responsable » ou de « fonds responsable ». Il s'agit là d'une responsabilité dans l'absolu, illimitée, qui ne fait référence à aucun lieu particulier, ni à aucun dommage concret. Il y a donc une déconnexion entre des dommages particuliers et la personnalité des individus ou des entités qui les causent ; tout individu peut être « responsable » dans l'absolu, quel qu'il soit et où qu'il soit. Si cette seconde acception du concept de

responsabilité peut au premier abord paraître préférable, car plus englobante, elle soulève néanmoins des problèmes théoriques considérables, qu'il nous faut passer en revue.

Tout d'abord, si la « responsabilité » d'un investisseur est définie de manière abstraite, la question de son contenu se pose. Implicitement, parler de « responsabilité sociale » de manière abstraite présuppose l'existence d'une hiérarchie de valeurs universellement acceptée, ce qui est loin d'être le cas. Par exemple, certains pourront juger « responsable » le comportement d'un investisseur qui finance un constructeur automobile qui produit des véhicules électriques, quand d'autres pourront juger cela aussi « irresponsable » que de financer des véhicules à essence. En effet, même un véhicule électrique requiert des matières premières rares et a des composants toxiques très durs à recycler (batteries, etc.). Une définition floue de ce que l'on entend par la « responsabilité » d'un investisseur peut considérablement amoindrir la portée de l'ISR. En effet, des fonds pourront être qualifiés de « socialement responsables » quand bien même ils ne diffèrent pas d'autres fonds « non responsables », voire prennent des décisions opposées à celles de fonds qui se revendiquent également « socialement responsables »<sup>7</sup>. À la limite, l'ISR peut devenir un pur argument commercial visant à attirer des épargnants. Ce problème ne se pose pas avec le concept traditionnel de responsabilité : en effet, toute responsabilité est alors relative à des décisions concrètes ou à un ordre juridique particulier.

En outre, et précisément parce que la « responsabilité sociale » reste abstraite, sa mise en œuvre se heurte à des obstacles pratiques. Se retrancher derrière une responsabilité abstraite peut être une manière de se soustraire à ses responsabilités concrètes sans l'avouer. Par exemple, un investisseur peut se donner bonne conscience en investissant de manière « responsable » tout en prenant des décisions quotidiennes concrètes polluantes ou socialement néfastes. De même, les entreprises dans lesquelles il investit peuvent être déclarées « responsables » en vertu de critères douteux. Ainsi, une entreprise pourra polluer massivement les lieux concrets où sont situées ses usines, tout en se déclarant « responsable » vis-à-vis d'une entité abstraite pour elle (la « Terre » comme totalité), par exemple en faisant un don à une fondation. S'il y a évidemment des cas où l'ISR permet des améliorations concrètes, il peut aisément devenir un pur argument commercial ou un moyen de gagner en réputation.

Enfin, trop mettre l'accent sur le potentiel de l'ISR pour résoudre les problèmes (notamment environnementaux) auxquels notre monde est aujourd'hui confronté peut conduire à négliger le rôle des réglementations et des décisions politiques qui, dans de très nombreux cas, sont

nécessaires, notamment pour les activités générant des externalités. Il y a au moins une bonne raison pour laquelle ISR et réglementations ont peu de chances d'être des substituts parfaits : plus les montants investis dans des actifs « socialement responsables » augmentent, plus les rendements de ces actifs vont baisser, de sorte que les activités « non responsables » deviennent relativement plus attractives. Dès lors, sauf à imaginer une situation où une très large partie de la population mondiale adopte les mêmes idéaux en termes de « responsabilité sociale », l'ISR a peu de chances de contribuer à réduire significativement la prévalence des activités socialement nuisibles.

### *VERS UNE RESPONSABILITÉ ÉTENDUE DES INVESTISSEURS ?*

Si l'ISR ne peut être seul à garantir que les activités économiquement socialement nuisibles seront éliminées, une alternative consiste à étudier des formes de responsabilité étendue et leurs implications potentielles pour la structure des intermédiaires financiers. Si un retour à l'ancienne responsabilité illimitée des investisseurs ne semble pas réaliste à court ou moyen terme, tant il bouleverserait les fondements de l'ordre économique actuel, des formes de responsabilité étendue peuvent néanmoins être étudiées.

94

Tout d'abord, un débat, largement ignoré des économistes, anime depuis des années les spécialistes du droit. Dans un article célèbre, Hansmann et Kraakman (1991) suggèrent de réinstaurer la responsabilité illimitée en matière de responsabilité civile (*torts*). Le raisonnement est simple : des créanciers contractuels d'une entreprise peuvent se protéger contre les effets néfastes de la responsabilité limitée en modifiant les termes des contrats (par exemple, dans le cas d'un prêteur, en demandant un taux d'intérêt plus élevé). À l'inverse, en matière de responsabilité civile (par exemple, pour les victimes de dommages écologiques), il n'y a aucun contrat permettant de protéger les victimes, de sorte que les dommages les affectant peuvent être maximisés, avec un coût limité pour l'entreprise. Les investisseurs devraient donc être tenus responsables de manière illimitée pour ces dommages. Concrètement, cela signifierait qu'un épargnant investissant 100 euros dans une entreprise pourrait potentiellement perdre davantage que 100 euros.

Un tel système pourrait-il être envisageable ? De nombreuses questions se posent, qui ont donné lieu à des réponses contradictoires (voir, par exemple : Leebron 1991 ; LoPucki 1996). Un élément fondamental est la capacité à collecter auprès des épargnants les capitaux additionnels en cas de dommage. Cependant, dans un contexte où l'immense majorité de l'épargne est investie via des intermédiaires financiers, ces derniers pourraient préserver une part de l'épargne des individus sous



forme de réserves, ou s'assurer pour la part des dommages potentiels qui est diversifiable. En outre, les cas où des ressources supplémentaires devraient être levées ne seraient probablement pas très nombreux, précisément parce que l'industrie financière aurait désormais intérêt à éviter les activités qui font naître de tels risques. Tendanciellement, la responsabilité illimitée aurait donc pour effet de réduire la part de l'investissement passif – ce qui est précisément le but recherché – car l'investisseur passif est celui qui ne se soucie pas de ses responsabilités.

Un deuxième cas où la responsabilité des actionnaires devrait également être étendue concerne les relations intragroupe, notamment dans le cas où l'investisseur est une maison-mère possédant des filiales de manière majoritaire ou à 100 %. Cela permettrait d'éviter aux groupes de se structurer pour loger leurs activités les plus socialement nuisibles dans des filiales (Ringleb et Wiggins, 1990 ; Vuillemeys, 2020b). Un argument de ce type a notamment été développé par Blumberg (1986).

À nouveau, la mise en œuvre d'une telle responsabilité étendue soulève des questions pratiques. Une première implication est que les actionnaires de toute société opérant sur un territoire donné doivent pouvoir être identifiables, ce qui n'est pas le cas à l'heure actuelle pour de très nombreuses sociétés basées dans des paradis fiscaux ou des juridictions offrant aux actionnaires un anonymat complet. Deuxièmement, les tribunaux doivent pouvoir disposer de la flexibilité nécessaire permettant de déjouer certains montages juridiques qui seraient mis en place pour contourner la responsabilité étendue – un tel montage consisterait, par exemple, à déplacer des activités nuisibles non vers une filiale, mais vers un petit sous-traitant externe lui-même détenu par une personne pas ou peu solvable. Plus fondamentalement, toute réforme visant à responsabiliser davantage les investisseurs doit se fonder sur l'idée que toute limitation de responsabilité en matière civile ne peut être pensée que comme un privilège, qui ne peut être justifié que par une adhésion totale à un ordre juridique localisé, et à la vision du bien commun qui y prévaut.

95

### CONCLUSION

Un certain nombre des nuisances générées à l'heure actuelle par les activités économiques proviennent du fait que les capitaux sont apportés par des investisseurs qui ne sont « qu'investisseurs », qui n'ont donc pas d'incitations à regarder au-delà du rendement financier d'une activité pour s'impliquer dans sa bonne gestion. Un tel système, fondé sur cet élément essentiel du droit des affaires qu'est la responsabilité limitée des actionnaires, permet une privatisation des bénéfices financiers (au profit des investisseurs) et une socialisation des coûts, notam-

ment environnementaux. L'investissement socialement responsable a peu de chances d'offrir à lui seul des solutions satisfaisantes, de sorte qu'il faut envisager pour l'avenir d'autres formes de responsabilité pour les investisseurs. Nous avons tenté d'esquisser quelques pistes qui, si elles devaient être suivies, impliqueraient une transformation en profondeur de l'intermédiation financière. Celle-ci, sous la forme que nous lui connaissons actuellement, est en effet elle-même un produit de la généralisation de la responsabilité limitée.

## NOTES

1. L'ISR n'est néanmoins pas quelque chose de neuf, et reflète, sous un nom différent, des préoccupations plus anciennes (*ethical investment, purposeful investment, etc.*). Voir Sparkes et Cowton (2004).
2. À partir du XVIII<sup>e</sup> siècle, les seules exceptions ont été les « compagnies à chartes », par exemple les Compagnies des Indes ou d'autres sociétés (canaux, chemins de fer) dont les actionnaires bénéficiaient par dérogation de la responsabilité limitée.
3. En France, les sociétés en commandite permettaient à certains apporteurs de fonds de ne pas participer à la gestion de l'entreprise et de bénéficier de la responsabilité limitée. Mais les actionnaires impliqués dans la gestion faisaient face à une responsabilité illimitée. Il ne s'agissait donc pas d'une exception à la règle selon laquelle au moins certains individus devaient être responsables de manière illimitée pour les décisions de l'entreprise.
4. La généralisation de la responsabilité limitée aux États-Unis est un processus qui s'étale sur plus d'un siècle, depuis le début du XIX<sup>e</sup> siècle jusqu'à la fin des années 1920, puisque les décisions ont été prises État par État.
5. En particulier, on voit beaucoup d'entrepreneurs s'opposer à l'introduction de la responsabilité limitée.
6. Jusque tardivement, les dommages graves engageant la responsabilité civile (par exemple, la pollution industrielle) restaient très limités.
7. En vertu même de cette ambiguïté, il serait préférable de parler de fonds « avec un but » plutôt que de fonds « socialement responsables ».

96

## BIBLIOGRAPHIE

- AKEY P. et APPEL I. (2020), « The Limits of Limited Liability: Evidence from Industrial Pollution », *Journal of Finance*.
- BLUMBERG P. I. (1986), « Limited Liability and Corporate Groups », *Journal of Corporation Law*, vol. 11, pp. 573-631.
- BRYER R. A. (1997), « The Mercantile Laws Commission of 1854 and the Political Economy of Limited Liability », *Economic History Review*, vol. 50, pp. 37-56.
- CARNEY W. J. (2000), « Limited Liability », in Bouckaert B. et De Geest G. (éd.), Edward Elgar, Cheltenham, *Encyclopedia of Law & Economics*, vol. III, pp. 651-691.
- CHAMBERS D. et ESTEVES R. (2014), « The First Global Emerging Markets Investor: Foreign & Colonial Investment Trust 1880-1913 », *Explorations in Economic History*, vol. 52, pp. 1-21.
- CHAPLIN J. E. (2016), *The Origins of the 1855/6 Introduction of General Limited Liability in England*, thèse de l'Université de East Anglia.

HANSMANN H. et KRAAKMAN R. H. (1991), « Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts », *Yale Law Journal*, vol. 100, pp. 1879-1934.

HUNT B. C. (1936), *The Development of the Business Corporation in England, 1800-1867*, Harvard University Press, Cambridge.

JEFFERYS J. B. (1938), *Trends in Business Organizations in Great Britain since 1856*, thèse de l'Université de Londres.

LEEBRON D. W. (1991), « Limited Liability, Tort Victims and Creditors », *Columbia Law Review*, vol. 91, pp. 1565-1650.

LOPUCKI L. M. (1996), « The Death of Liability », *Yale Law Journal*, vol. 106, pp. 1-92.

MUCHLINSKI P. (1987), « The Bhopal Case: Controlling Ultrahazardous Industrial Activities Undertaken by Foreign Investors », *Modern Law Review*, vol. 50, pp. 545-587.

NEWTON L. (2010), « The Birth of Joint-Stock Banking: England and New England Compared », *Business History Review*, vol. 84, pp. 27-52.

RINGLEB A. H. et WIGGINS S. N. (1990), « Liability and Large-Scale, Long-Term Hazards », *Journal of Political Economy*, vol. 98, pp. 574-595.

ROUWENHORST G. K. (2005), « The Origins of Mutual Funds », in Goetzmann W. N. et Rouwenhorst G. K., *The Origins of Value: the Financial Innovations that Created Modern Capital Markets*, Oxford University Press.

SPARKES R. et COWTON C. J. (2004), « The Maturing of Socially Responsible Investment: a Review of the Developing Link with Corporate Social Responsibility », *Journal of Business Ethics*, vol. 52, pp. 45-57.

VUILLEMEY G. (2020a), « La responsabilité des actionnaires doit-elle toujours être limitée », *Opinions & débats*, vol. 19.

VUILLEMEY G. (2020b), « Evading Corporate Responsibilities: Evidence from the Shipping Industry », *Document de travail*.

