

Economie des placements éthiques *

*Guillaume GIRMENS***

I. Introduction générale

Un placement est dit éthique quand l'épargnant prend en considération non seulement les critères financiers classiques (le rendement du produit, mais pas seulement : également son risque, sa liquidité, sa fiscalité, etc.) mais aussi d'autres critères, qualifiés d'extrafinanciers.

Traditionnellement, le choix d'épargne ne repose que sur des critères financiers. Dans le cas d'un placement éthique, l'épargnant souhaite prendre en considération le comportement des entreprises vers lesquelles son épargne est dirigée (comportement respectueux des droits de l'homme, de l'environnement, qualité du dialogue social, conditions de travail satisfaisantes, respect des normes internationales du travail...), sans abandonner la recherche d'une rentabilité financière.

La Bourse véhicule en général l'image d'entreprises sans foi ni loi. Peut-elle, au contraire, être l'accélérateur d'une prise en compte de l'impact de certaines activités des entreprises ? Autrement dit, les épargnants peuvent-ils amener les entreprises à franchir une étape dans la prise en compte de l'impact de leurs activités ? Plus généralement, le financement est-il un levier important pour agir sur le comportement des entreprises ?

Avant d'apporter une réponse théorique à ces questions, il est nécessaire de discuter le choix de l'expression placements éthiques : placement

* Article issu de l'agence d'objectifs Cgt-Force ouvrière (convention conclue entre la Cgt-Fo et l'Institut de Recherches Economiques et Sociales - Ires).

** Epee - université d'Evry-Val d'Essonne, ggirmens@univ-evry.fr. Je remercie Sébastien Dupuch pour ses nombreux commentaires et ses nombreuses propositions, ainsi que les participants à la discussion de cet article à l'Ires. Les erreurs éventuelles et les vues exprimées restent sous ma seule responsabilité.

plutôt qu'investissement, éthique plutôt que socialement responsable, placements éthiques plutôt que fonds éthiques.

1.1. Placement ou investissement ?

Les termes placement et investissement peuvent prêter à confusion. Dans le langage courant, on considère parfois ces termes comme interchangeable. Or ces deux termes ont des significations précises et différentes en économie.

Un individu qui ne consomme pas tout son revenu et utilise la partie non consommée de son revenu pour acheter des actions peut avoir l'impression d'investir sa richesse. Mais d'un point de vue économique, son action est considérée comme un choix d'épargne (un placement).

L'investissement, lui, fait référence à l'augmentation du stock de capital d'une entreprise. Quand une entreprise lève des fonds sur le marché financier pour construire une nouvelle usine, c'est un investissement. Et c'est l'épargne de l'individu précédent (celui qui achète les actions) qui permet de financer en partie l'investissement de cette entreprise.

La question étudiée ici est celle d'individus qui ont une somme à placer, et qui font face à des possibilités alternatives, étant donné les informations dont ils disposent sur l'utilisation qui sera faite de ces ressources. Le problème qui se pose est donc bien du côté de la décision de l'épargnant. Puisque nous nous focalisons sur le choix effectué au moment de placer une partie de sa richesse, puisque nous nous intéressons aux produits financiers proposés à des individus qui n'ont pas consommé la totalité de leur revenu, nous préférons parler de placement éthique plutôt que d'investissement éthique. En toute rigueur, les placements éthiques servent à financer l'investissement d'entreprises qui ont des comportements éthiques.

Premier enseignement : même si l'expression « investissement socialement responsable » et son acronyme (ISR) sont consacrés, le terme investissement semble être ici, d'un point de vue économique, un abus de langage qui peut créer une confusion entre comportement des épargnants et comportement des entreprises vers lesquelles cette épargne est dirigée.

1.2. Éthique ou socialement responsable ?

Les expressions « éthique » et « socialement responsable » sont utilisées dans la littérature sur le sujet. Elles sont *a priori* aussi vagues l'une que l'autre et peuvent être considérées comme parfaitement synonymes. Les articles publiés dans les revues d'économie et gestion utilisent un peu plus volontiers le terme éthique. Nous nous en tiendrons ici à l'expression placements éthiques.

Le choix de l'adjectif éthique (c'est vrai aussi pour l'expression socialement responsable) permet, en outre, d'évoquer immédiatement un point important pour la suite de la discussion. La définition de l'adjectif éthique met en évidence le fait que ce qui va être considéré comme éthique par une société donnée ne le sera pas nécessairement par une autre. Ainsi, l'évaluation de l'impact de certaines activités des entreprises diffère en fonction des approches culturelles propres à chaque pays, chaque époque voire chaque individu. L'exemple du nucléaire le montre. D'un côté, le nucléaire (civil) peut être considéré comme propre (donc acceptable du point de vue éthique) car il consomme peu de ressources et ne produit pas de gaz à effet de serre. D'un autre côté, on peut considérer qu'il présente des risques excessifs pour l'environnement du fait des risques d'accidents et des conséquences encore incertaines du stockage de déchets nucléaires à très longue durée de vie. (Inspection générale des finances, 2002).

En résumé, et c'est un avertissement pour toute la suite, on a parfois du mal à percevoir les frontières de ce qui est éthique ou socialement responsable et de ce qui ne l'est pas.

1.3. Placements éthiques ou fonds éthiques ?

Même si, nous le verrons, les placements éthiques transitent exclusivement par des intermédiaires financiers, le terme de fonds éthiques semble un peu réducteur. On pourrait en effet très bien imaginer, en théorie, que les épargnants soient suffisamment informés pour choisir eux-mêmes de diriger leur épargne vers des entreprises dont ils considèrent qu'elles satisfont à un certain nombre de critères éthiques. Dans certaines parties de l'analyse, on peut d'ailleurs ignorer le rôle des intermédiaires financiers, et analyser les placements éthiques comme si les agents à capacité de financement rencontraient directement les agents à besoin de financement. Dans la réalité, l'épargnant éthique confie le soin à un intermédiaire de gérer son placement. Le rôle de cet intermédiaire, et les questions que cela entraîne, seront bien sûr évoqués.

1.4. Plan

L'objectif de cet article est de proposer une analyse théorique des placements éthiques ¹. Cette analyse est décomposée en quatre approches différentes.

1. De nombreuses études descriptives existent sur les placements éthiques, publiées dans la presse économique et financière ou par des agences gouvernementales ou par des associations ou sociétés spécialisées. On pourra se reporter en particulier aux études publiées par Novethic [www.novethic.fr]. Cette filiale de la Caisse des dépôts est un centre de ressources, d'information et d'expertise sur l'investissement socialement responsable et la responsabilité sociale et environnementale des entreprises. Pour des éléments chiffrés et descriptifs, des exemples, on pourra aussi se reporter à l'étude proposée dans le cadre de l'agence d'objectifs Cgt-Fo/lres, disponible auprès de l'auteur.

L'analyse des placements éthiques débutera par une conception originale du phénomène, qui peut être vu comme une réponse privée à un problème d'externalité négative (partie 2).

Les placements éthiques seront ensuite analysés dans une perspective d'économie financière, dans la partie 3 où l'on reviendra en particulier sur le rôle des marchés et des intermédiaires financiers.

Les placements éthiques seront analysés à l'aide des outils de base de la finance dans la partie 4, où il sera question en particulier de gestion des risques et d'évaluation des actifs financiers.

Enfin, un modèle théorique très simple sera présenté de manière non technique (partie 5) et permettra de synthétiser la plupart des enseignements.

Chacune de ces approches permet, à l'aide d'outils reconnus et rigoureux, de soulever un certain nombre de questions et de formuler un certain nombre de recommandations, en particulier en termes de politique économique.

Bien entendu, les politiques visant à contribuer au développement des placements éthiques n'ont pas vocation à se substituer à d'autres formes d'action collective ou politique. Elles doivent être envisagées, ici, comme un complément à ces autres formes d'action. Il n'est pas question, ici, de mettre les placements éthiques en balance avec les politiques publiques ou avec d'autres stratégies visant à influencer le comportement des entreprises, mais d'étudier, d'un point de vue théorique, si le développement de la finance éthique est susceptible de participer à ce mouvement, et à quelles conditions.

II. Externalités et placements éthiques

Nous développons dans cette section l'idée selon laquelle les placements éthiques peuvent être vus comme une solution privée à un problème d'externalité négative.

Une externalité (ou effet externe) est définie de manière générale comme la conséquence, volontaire ou non, positive ou négative, de l'activité d'un agent économique sur un ou plusieurs agents ou sur leur environnement, qui échappe au système d'évaluation par le marché (absence de prix). Tout agent peut être créateur, bénéficiaire ou victime d'externalités. Le créateur d'effet externe n'est pas indemnisé (dans le cas d'une externalité positive), ni pénalisé (externalité négative). Symétriquement, les agents bénéficient gratuitement d'externalités positives et/ou subissent sans dédommagement des externalités négatives.

Le comportement non éthique d'une entreprise peut être interprété ici comme l'existence d'externalités négatives, créées par les entreprises en question. On peut identifier ici les créateurs d'externalités négatives. Il est plus difficile, sans doute, d'identifier précisément les victimes. Quand une entreprise emploie des enfants dans un pays en développement, ces enfants sont-ils les seuls à en souffrir ? Ou bien tout le monde souffre-t-il, *in fine*, de cette situation ?

L'existence même de placements éthiques est une preuve selon laquelle les consommateurs-épargnants sont victimes de l'externalité. C'est bien parce que les mauvaises pratiques de certaines firmes heurtent leur sensibilité et réduisent leur utilité (satisfaction), pour parler en termes micro-économiques, qu'ils font la démarche de choisir un support d'épargne éthique.

Dans le même ordre d'idées, on peut considérer que l'épargnant non éthique, lui, porte une part de responsabilité dans les externalités négatives produites par l'activité des entreprises qu'il contribue à financer. Choisir un placement éthique revient donc, à nouveau, à viser la réduction d'externalités négatives.

Ouvrons ici une parenthèse pour signaler que même dans un cadre d'analyse économique standard, il n'est pas du tout saugrenu de penser que le comportement éventuellement non éthique des entreprises affecte la satisfaction des consommateurs-épargnants. Certes, l'analyse économique traditionnelle est construite sur une description simple des préférences et du comportement humains, dans laquelle l'individu (le fameux *homo economicus*) est décrit comme maximisant à chaque instant la valeur subjective de la satisfaction tirée de la consommation d'un certain nombre de biens. Les économistes eux-mêmes sont bien sûr conscients du caractère fruste de cette représentation. Même les plus influents d'entre eux (voir Tirole, 2002, dans son discours en tant que président devant la *European Economic Association*) reconnaissent que ce paradigme doit être ajusté. La recherche en psychologie est de plus en plus utile aux économistes pour s'éloigner de ce paradigme. De nombreux auteurs ont ainsi suggéré que le vecteur des biens donnant de la satisfaction aux individus devait également prendre en compte un certain nombre de composants autres que la seule consommation. Parmi ces composants, la satisfaction peut prendre en compte des émotions, une préférence pour l'altruisme, la honte d'entreprendre certaines actions, la fierté d'en entreprendre d'autres, etc. Les travaux d'économistes sur les dons ou la préférence pour l'équité sont d'ailleurs assez anciens et l'oeuvre d'économistes prestigieux (Akerlof, 1984 par exemple). Simplement, dans un cadre d'analyse économique standard, pour que ce souci éthique des individus puisse avoir une influence sur le comportement

des entreprises, deux conditions doivent être remplies : (i) les individus qui ont un souci éthique doivent prendre part à un marché qui affecte l'entreprise (ce sera ici le marché financier), (ii) ces individus doivent avoir des ressources suffisantes pour envoyer un signal de marché clair et fort aux entreprises ¹.

2.1. Externalités, équilibre, optimum et placements éthiques

En présence d'externalités, le marché n'affecte pas les ressources de manière efficace. Le problème des externalités (en particulier négatives) est généralement présenté à partir de l'exemple d'une industrie polluante. Par exemple, si une usine d'aluminium émet de la pollution, il y a une externalité négative. Le coût social de la production d'aluminium est supérieur au coût privé. En conséquence, un planificateur social (qui, lui, prendrait en compte le coût social) choisirait une quantité produite inférieure à la quantité d'équilibre (celle librement déterminée par les forces du marché, offre et demande).

Dans le cas qui nous intéresse (une externalité négative créée par une entreprise ayant un comportement non éthique), certaines entreprises négligent les effets de leurs actions sur le reste de la population. En conséquence, l'équilibre de marché n'est pas efficace. Cela signifie qu'il échoue à maximiser l'utilité totale de la société dans son ensemble.

Dans quelle mesure les placements éthiques contribuent-ils à un rapprochement entre équilibre et optimum ? Quel peut être le rôle de la politique publique pour aider les placements éthiques à contribuer au rapprochement entre équilibre et optimum ?

II.2. Les placements éthiques, solution privée à un problème d'externalité négative

Il existe différentes solutions (privées ou publiques) aux problèmes d'externalités. Toutes ont pour objectif de déplacer l'allocation des ressources au plus proche de l'optimum social. Nous examinons dans un premier temps les solutions privées.

Solutions privées autres que les placements éthiques. Parfois, les problèmes d'externalités sont résolus par des codes moraux, des règles de vie en société. Ne fais pas aux autres ce que tu ne souhaiterais pas qu'on te fasse... Cette injonction morale demande de tenir compte de l'effet de nos actions sur les autres individus. En termes économiques, elle nous dit d'in-

1. Ces deux conditions sont mises en évidence par Chami, Cosimano et Fullenkamp (2002).

ternaliser les externalités. Cette solution n'a pas grand intérêt du point de vue de l'analyse économique. Mais elle permet de signaler que les entreprises, considérées ici comme créatrices d'externalités négatives, ne sont pas toutes et pas toujours prêtes à tout pour maximiser leur profit. Il peut y avoir une démarche volontaire de leur part pour réduire ces externalités. Cela dit, on peut parfois y voir plus une démarche marketing, plutôt que l'expression d'un véritable sens moral. Sur ce point, les rapports développement durable sont parfois des chefs d'oeuvre en matière de stratégie de communication !

Une autre solution privée est à chercher du côté des associations. De nombreuses associations sont établies pour traiter de problèmes d'externalités. Les associations dont le but est la protection de l'environnement, par exemple, existent en partie parce qu'il existe des externalités négatives, et œuvrent pour les réduire. Les actions de lobbying d'associations, d'organisations internationales, d'institutions et, bien sûr, de la part des organisations syndicales, pour faire pression sur les entreprises et faire changer leur comportement... peuvent être assimilées à des solutions privées (et collectives) au problème d'externalité considéré.

Théorème de Coase et placements éthiques. Enfin, un résultat célèbre, appelé le théorème de Coase (du nom de l'économiste Ronald Coase, né en 1910, Prix Nobel 1991) suggère que le système de marché peut traiter la question des externalités, dans certaines circonstances. Selon le théorème de Coase, si les parties peuvent négocier sans coût, alors le marché peut résoudre le problème des externalités et allouer les ressources de manière efficace.

Une analyse originale des placements éthiques intervient ici. Les placements éthiques peuvent être interprétés comme une solution privée, de type coasien, à un problème d'externalité. Sans intervention publique, le marché sanctionne les créateurs d'externalités négatives en rendant plus difficile, en théorie, leur accès aux capitaux. C'est précisément sur le marché financier que se règle le problème, les épargnants proposant implicitement aux entreprises un contrat stipulant que si ces dernières ont un comportement non éthique, alors le coût du capital sera plus élevé pour elles (l'accès au financement étant plus difficile pour ces entreprises). L'équilibre du marché financier reflète le fait que les épargnants ont un certain degré de préférence pour le comportement éthique des entreprises. Cet équilibre est caractérisé par le fait que l'épargne se dirige plus volontiers vers les entreprises identifiées comme ayant un comportement éthique.

II.3. Externalités, politiques publiques et placements éthiques

Dans l'hypothèse où les comportements individuels ou collectifs ne suffiraient pas à résoudre le problème d'externalité présenté ici, il reste à étudier des solutions publiques aux externalités. Elles sont de plusieurs types (en particulier, pour le cas qui nous intéresse ici, il s'agit de la réglementation et des taxes pigouviennes ¹). S'appliquent-elles au cas des comportements non éthiques de certaines entreprises ?

Réglementation et placements éthiques. Premièrement, la politique publique peut remédier à une externalité à l'aide d'outils réglementaires, en rendant certains comportements interdits ou obligatoires. Pour ce qui est des réglementations environnementales, par exemple, une autorité de régulation peut dicter un niveau maximum de pollution, ou obliger les entreprises à adopter une technologie particulière pour réduire ses émissions polluantes. Une première critique générale de ce type d'outil est la quantité d'information qu'il nécessite, sur les industries spécifiques et sur les technologies alternatives qu'elles pourraient adopter. Dans le cas très général qui nous intéresse (les différentes formes de comportements non éthiques des entreprises), l'outil réglementaire peut être utilisé, mais seulement dans une certaine mesure. Dans un contexte mondialisé, comment l'Etat français (par exemple) peut-il concrètement interdire à une entreprise d'employer des enfants dans un pays où le travail des enfants n'est pas sanctionné ? Ce type de réglementation ne peut désormais se faire que dans un cadre multilatéral. La seule réglementation que peut vraiment imposer une autorité nationale de régulation est celle de publier, pour toutes les entreprises, un certain nombre d'informations précises sur leurs pratiques (obligation que l'on doit nécessairement étendre aux activités de sous-traitance et aux activités situées hors du territoire national). S'il paraît irréaliste de vouloir réglementer toutes les activités des entreprises, il semble en revanche souhaitable de leur imposer la publication de tous les effets de leurs activités. C'est bien l'optique retenue par le législateur français, puisque la loi dite NRE (loi relative aux nouvelles régulations économiques du 15 mai 2001, décret d'application du 20 février 2002) demande aux sociétés cotées d'indiquer dans leur rapport annuel la manière dont elles prennent en compte les conséquences sociales et environnementales de leurs activités. Il ne s'agit donc pas ici d'imposer une réglementation pour résoudre directement le problème d'externalité, mais d'une réglementation qui permettra au marché financier de contribuer à diminuer cette externalité. L'action publique peut se sentir parfois impuissante quant à sa capacité à modifier les

1. D'après l'économiste A.C. Pigou (1877-1959).

pratiques des entreprises, mais peut sans doute obliger ces dernières à une certaine transparence quant à ces pratiques. Cela permet aux individus (consommateurs, épargnants sensibles à ces questions) de prendre leurs décisions en bénéficiant d'une information la plus complète possible. Cette obligation faite aux entreprises de communiquer sur leurs pratiques (bonnes ou mauvaises) apparaît ainsi comme une condition nécessaire à l'existence de placements éthiques. Ici se pose la question de la qualité, de la fiabilité et du caractère exhaustif de ces informations, et celle de l'indépendance et de la crédibilité des institutions capables de certifier ces informations.

Taxes-subsidations pigouviennes et placements éthiques. Au lieu de réglementer les comportements en réponse à une externalité, le gouvernement peut utiliser des politiques basées sur le marché afin d'aligner les incitations privées avec l'efficacité sociale. Le gouvernement peut internaliser l'externalité en taxant les activités qui sont à l'origine d'externalités négatives et subventionner les activités qui sont à l'origine d'externalités positives. Les taxes (subventions) mises en place pour corriger (encourager) les externalités négatives (positives) sont appelées taxes (subventions) pigouviennes.

Comment appliquer cet outil fiscal à notre problème ? L'Etat peut évidemment taxer les entreprises facilement identifiables comme génératrices d'externalités négatives : entreprises polluantes, entreprises de certains secteurs d'activité (tabac, armement, alcool, etc.). Mais il semble difficile, voire impossible de taxer les entreprises sur toutes leurs activités considérées comme non éthiques. Soit parce que ces activités n'ont pas d'impact direct sur le territoire national, soit parce qu'elles ne sont pas moralement taxables comme le travail des enfants ou le non respect des droits de l'homme. Dans ce cas, une solution pigouvienne consisterait à subventionner les placements éthiques. En effet, si les placements éthiques, comme on l'a défendu précédemment sont un moyen de réduire une externalité négative (puisqu'ils rendent plus difficile l'accès aux capitaux pour les entreprises ayant des pratiques non éthiques), alors l'action publique peut appuyer ce mécanisme de marché. Cela nécessite, à nouveau, de s'assurer que les produits d'épargne labellisés éthique correspondent au financement d'entreprises ayant réellement de bonnes pratiques. Cela pose, à nouveau, la question de l'indépendance, de la fiabilité et du pouvoir des organismes de certification (agences de notation) et de la crédibilité des déclarations des entreprises (obligations d'information, en particulier dans le cadre de la loi NRE).

On peut se poser, en même temps, la question du financement de cette subvention aux placements éthiques (cadeau fiscal). Cette subvention peut

en théorie provenir d'une taxe sur les créateurs d'externalités négatives, afin de les pénaliser. On en revient à l'idée d'une taxe sur les mauvaises pratiques, qui semble difficilement applicable.

Cette optique d'une subvention aux placements éthiques n'a pas été retenue par le législateur, puisqu'il n'existe pas de dispositif fiscal propre aux placements éthiques¹. Elle est même contestée par un rapport d'enquête de l'Inspection générale des finances (2002). Ce rapport pointe le fait que la définition d'une incitation fiscale en faveur des placements éthiques pourrait avoir un effet contre-productif en créant une distinction entre le secteur de la finance non éthique et celui de la finance éthique. Ce rapport souligne que les placements éthiques n'ont pas vocation à constituer un compartiment à part de la finance ; il s'agit, au contraire, d'une démarche qui doit faire la preuve qu'elle peut se comparer aux méthodes classiques de placement en termes de rendement et de risque (Inspection générale des finances, 2002).

II.4. Externalités et placements éthiques : synthèse

En résumé, les placements éthiques peuvent être vus comme solution coasienne à un problème d'externalité. Dans l'impossibilité de réglementer ou taxer tous les comportements non éthiques des entreprises (en particulier car ce sont des problèmes internationaux), cette solution privée apparaît sans doute comme pouvant s'avérer relativement efficace. Ce que peut faire l'action publique dans ce contexte, c'est l'encourager grâce à des outils classiques de traitement des externalités négatives, précisément :

- aller plus loin dans l'obligation faite aux entreprises de communiquer de manière précise et exhaustive sur leurs pratiques et les effets de ces pratiques ;
- éventuellement mettre en place des incitations fiscales pour les épargnants éthiques.

Ces deux points nécessitent des garanties sur l'indépendance des organismes de vérification ainsi que sur la fiabilité des informations publiées par les entreprises.

1. Sur le plan fiscal, il n'y a aucune différence entre placements éthiques et épargne classique. Les produits revenant au souscripteur sont imposables à l'impôt sur le revenu dans les conditions de droit commun. Il en va de même pour les plus-values réalisées par le souscripteur à l'occasion de la cession des titres.

III. Epargne, investissement, système financier et placements éthiques

Le besoin de financement désigne la situation de l'agent dont l'investissement excède l'épargne au cours d'une période donnée. La capacité de financement correspond à la situation d'un agent dont l'épargne excède l'investissement au cours de la période de référence. Globalement, sur le marché des fonds prêtables, les ménages sont des agents à capacité de financement, tandis que les entreprises et l'Etat sont des agents à besoin de financement.

Le système financier est l'ensemble des institutions qui aident à la rencontre de l'épargne d'un individu avec l'investissement d'un autre individu. Une grande variété d'institutions compose le système financier. Au niveau le plus agrégé, le système financier dirige les ressources des épargnants vers les emprunteurs. Les épargnants offrent une partie de leur richesse au système financier avec l'espoir de la récupérer, avec intérêt, à une date ultérieure. Les emprunteurs demandent des ressources en sachant qu'il faudra les rembourser, avec intérêt, à une date ultérieure. Le système financier est composé d'institutions financières variées qui aident à la coordination des actions des épargnants et des emprunteurs. Quelles sont les institutions les plus importantes, dans l'analyse des placements éthiques ?

Rappelons d'abord que ces institutions peuvent être regroupées en deux catégories (marchés financiers et intermédiaires financiers).

III.1. Marchés financiers et placements éthiques

Les marchés financiers sont des institutions grâce auxquelles les épargnants peuvent fournir directement des ressources aux emprunteurs. Les deux plus importants sont le marché des obligations et le marché des actions.

Marché des obligations et placements éthiques. Une obligation est un titre représentatif d'un emprunt, contracté par une personne morale (Etat, société) pour un montant et une durée déterminés. Comme les portefeuilles non éthiques, les portefeuilles éthiques incluent des obligations.

Marché des actions et placements éthiques. Une action est un titre de propriété, transmissible et négociable à la Bourse, représentant une fraction du capital d'une société, qui confère à son détenteur une série de droits. L'action procure généralement à son propriétaire :

- un droit de participation à la gestion de la société (qui s'exerce lors des assemblées générales d'actionnaires) ;

- un revenu variable (dividende) fonction des bénéfices réalisés et de la politique de distribution adoptée par l'entreprise.

A la différence de l'action qui représente une participation au capital, l'obligation n'est qu'un titre de créance qui ne donne aucun droit d'intervention dans la gestion de l'entreprise.

Les différents titres définis (actions et obligations) entrent dans la composition des portefeuilles éthiques.

III.2. Intermédiaires financiers et placements éthiques

Il n'est jamais question de placement éthique lorsque l'épargnant choisit lui-même les titres dans lesquels il décide d'investir, mais seulement lorsqu'il passe par un intermédiaire financier, qui choisit ces titres à sa place.

Les intermédiaires financiers sont des institutions à travers lesquelles les épargnants fournissent indirectement des fonds aux emprunteurs. Le terme d'intermédiaire reflète le rôle de ces institutions, entre épargnants et emprunteurs. On parle d'intermédiation dès lors que les agents à besoin et ceux à capacité de financement n'entrent pas directement en contact (comme c'est le cas en Bourse), mais de façon indirecte *via* des agents spécialisés : les intermédiaires financiers ont la double qualité d'agents emprunteurs et prêteurs. Les deux catégories les plus importantes d'intermédiaires financiers sont les banques et les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (Opcvm).

Banques et placements éthiques. Le rôle premier des banques est de recevoir les dépôts des épargnants et d'utiliser ces dépôts pour accorder des crédits aux emprunteurs. Elles paient des intérêts aux déposants, et facturent des intérêts supérieurs aux emprunteurs, la différence couvrant leurs coûts et leur rapportant un profit. Dans cette activité, par définition, l'épargnant ne connaît pas la destination de son épargne. Il a déposé sa richesse, mais ne sait pas à qui cette richesse est prêtée par la banque. Ce n'est donc pas par ce type d'intermédiaire financier défini au sens strict que transitent les placements éthiques ¹.

Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (Opcvm) et placements éthiques. Un type d'intermédiaire financier qui prend de plus en plus d'importance est l'Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (Opcvm). C'est une institution qui vend des parts au public et utilise les recettes pour acheter une sélection (appelée portefeuille) d'actions et d'obligations. L'épargne est donc placée sur les marchés

1. Cela dit, la plupart des Opcvm, dont il est question plus loin, sont des filiales à 100 % des groupes bancaires.

financiers, mais en transitant par un intermédiaire. C'est par ce biais là que transitent les placements éthiques. Le rôle de ces institutions est donc crucial dans l'analyse des placements éthiques.

Le premier avantage de placer son épargne via un Opcvm est que ce type d'institution permet aux individus avec un faible montant d'épargne à placer d'avoir accès à la diversification.

Le second avantage, avancé par les gestionnaires d'Opcvm est que ces organismes donnent aux épargnants la possibilité d'avoir accès aux compétences de gestionnaires professionnels. Ces gestionnaires sont attentifs aux perspectives des entreprises dont elles achètent des actions. Ils ont surtout accès à une information sans doute plus complète que le grand public. Concrètement, les Opcvm ont par exemple accès aux informations détaillées sur les entreprises fournies par les différentes agences de notation, informations dont ne disposent pas les particuliers. Le fait que les placements éthiques transitent exclusivement par ce type d'institutions vient sans doute de là : le gestionnaire de fonds s'engage à effectuer une sélection de titres correspondant à certains critères, étant donné qu'il est réputé déterminer une information parfaite (complète) sur les entreprises en question.

Puisque les Opcvm sont le canal exclusif par lequel transitent les placements éthiques, on peut d'ailleurs parler de fonds éthiques plutôt que de placements éthiques. Ceci dit, comme cela a été précisé en introduction, la dénomination de placement éthique semble plus générale. En théorie, on peut ignorer le rôle de ces intermédiaires et supposer que les épargnants ont directement accès à toute l'information et composent eux-mêmes leur portefeuille sur les marchés financiers.

Le fait que les placements éthiques transitent par ces intermédiaires amène à poser deux questions.

La première question est celle de la confiance à donner aux gestionnaires d'Opcvm. Quelle crédibilité leur accorder ? La proposition de produits éthiques de leur part ne risque-t-elle pas d'être juste un positionnement marketing, sans aucune réalité derrière ? On en revient, comme on l'a évoqué précédemment en réponse à d'autres questions, à la nécessaire existence de fournisseurs d'informations spécialisés, fiables et indépendants. Le fait que les gestionnaires d'Opcvm développent eux-mêmes des équipes internes d'évaluation sociale et environnementale ne semble pas aller dans cette direction et pose la question d'un possible conflit d'intérêt.

C'est d'autant plus important du point de vue de l'épargnant que c'est lui qui supporte le coût de l'intermédiation. S'il confie son épargne à un Opcvm, il est en droit d'attendre, en échange, un service conforme à ses at-

tentes. La fiabilité de l'information et de la certification de cette information peut donc être ici assimilée à une mesure de protection de l'épargnant.

La deuxième question concerne le type même d'entreprises susceptibles de bénéficier de financements accordés par les épargnants éthiques. Le fait que les placements éthiques transitent par des organismes de type Opcvm et soient donc investis sur les marchés financiers exclut de fait toutes les entreprises non cotées et fait donc la part belle au financement des grandes entreprises. Le développement de la finance éthique risque donc de se faire au détriment du financement des petites et moyennes entreprises (PME) et plutôt en faveur des grosses capitalisations. Parallèlement, les entreprises cotées peuvent se voir fortement incitées à adopter une politique de responsabilité, et les entreprises non cotées et certaines PME peuvent peiner à intégrer cette dimension alors que leur poids économique est déterminant.

La généralisation des placements éthiques pouvant conduire à une restriction des financements et à un problème d'incitation pour les entreprises exclues de ce financement, il semble indispensable qu'ils trouvent les moyens de se diversifier en direction des différents acteurs qui recherchent des financements, tout en les poussant, eux aussi, vers une meilleure prise en compte de leur responsabilité à l'égard de la société. Il faut donc imaginer, proposer le développement de nouveaux produits éthiques, par exemple des livrets bancaires avec engagements crédibles des banques quant à l'affectation des sommes épargnées ¹.

IV. Outils de base de la finance et placements éthiques

Le champ de la finance étudie comment les individus prennent leurs décisions en ce qui concerne l'allocation de leurs ressources dans le temps et leur gestion du risque. Certains outils de base de la finance sont centraux dans l'analyse des placements éthiques. Ils concernent la gestion des risques et l'évaluation des actifs.

IV.1. Gestion du risque et placements éthiques

La réponse rationnelle au risque n'est pas nécessairement de l'éviter à n'importe quel prix, mais de le prendre en compte au moment de la prise de décision. Comment l'épargnant éthique gère-t-il le risque ?

1. C'est le cas du livret A, dont les encours servent au financement du logement social. De ce point de vue, le livret A est un précurseur des placements éthiques !

Aversion pour le risque et placements éthiques. La plupart des individus sont supposés avoir de l'aversion pour le risque. Cela signifie qu'ils préfèrent un montant certain plutôt qu'une loterie qui rapporterait, en moyenne, le même montant. Ce rappel est important pour comprendre ce qui suit.

Diversification du risque idiosyncrasique et placements éthiques. S'il y a un proverbe que la finance fournit aux individus ayant de l'aversion pour le risque, c'est celui-ci : « Il ne faut pas mettre tous ses œufs dans le même panier ». La finance a fait de ce conseil de prudence une vraie science, sous le nom de diversification. La diversification consiste à réduire le risque, en remplaçant un seul risque par un grand nombre de risques indépendants.

Lorsque les individus ayant de l'aversion pour le risque utilisent leur épargne pour acheter des actifs financiers, ils peuvent réduire le risque grâce à la diversification.

Le risque d'un portefeuille dépend du nombre d'actions différentes dans ce portefeuille. Le risque d'un portefeuille d'actions diminue substantiellement lorsque le nombre d'actions augmente.

Remarquons cependant qu'il est impossible d'éliminer tout le risque en accroissant toujours le nombre d'actions en portefeuille. La diversification peut éliminer le risque idiosyncrasique (risque qui affecte un seul agent économique). Mais elle ne peut pas éliminer le risque agrégé (risque qui affecte tous les acteurs économiques à la fois).

Quel est l'effet du choix de placement éthique sur la diversification des portefeuilles ? Une des définitions des placements éthiques est basée sur l'élimination d'un certain nombre d'entreprises du portefeuille d'actions. De ce point de vue, un placement éthique donnerait accès à une diversification moins importante du portefeuille. Imaginons qu'une seule entreprise puisse être créditée de bonnes pratiques ; dans ce cas, le placement éthique serait le placement le plus risqué qui soit. Si seules quelques entreprises sont considérées comme acceptables du point de vue éthique, un vrai problème se pose ici, du point de vue du risque supporté alors par l'épargnant éthique.

Cet argument qui peut sembler plutôt théorique est repris par une responsable de la gestion actions Europe chez Société Générale Asset Management (*La Tribune*, 10/12/2001). Elle estime en effet que les fonds éthiques ayant un univers d'investissement plus réduit, il est logique que leur profil de risque soit légèrement plus élevé.

Cet argument est également présenté comme une limite de l'approche fondée uniquement sur des critères d'exclusion (sélection négative) : en réduisant la diversification des portefeuilles, le recours à des critères d'exclusion rend les fonds plus volatils (plus risqués) et réduit leur attrait pour les épargnants (à rendement équivalent). (Inspection générale des finances, 2002).

Cela dit, si seules quelques entreprises sont éliminées au moment de la sélection du portefeuille, on peut estimer que malgré l'impact théorique que cela peut avoir (diminution des possibilités de diversification, donc augmentation du risque) l'effet ne sera que marginal sur le risque supporté par l'épargnant. Cet argument explique sans doute que les études empiriques sur le sujet (Bello, 2005) ne trouvent pas de différence significative entre placements éthiques et conventionnels, du point de vue du degré de diversification des portefeuilles.

D'autre part, cet effet de l'exclusion de certaines sociétés (ou pire, certains secteurs) du portefeuille sur le risque supporté par l'épargnant peut être équilibré par le fait que les entreprises sélectionnées font sans doute partie de celles qui, prises individuellement, font courir un risque plus faible à l'épargnant. Chaque entreprise considérée comme éthique fait, presque sûrement, des actions pour diminuer les risques. En effet, la prise en compte de critères extra-financiers dans le choix de portefeuille devrait permettre d'éviter des accidents boursiers. A l'inverse, celles qui sont exclues, c'est-à-dire celles qui sont dépourvues de standards suffisants (en termes social ou environnemental par exemple), courent un plus grand risque.

Concrètement, les entreprises sélectionnées par l'épargnant éthique sont aussi celles qui risquent le moins, dans le futur, de subir la mauvaise opinion de leurs clients, de se voir intenter des procès par des groupes de pressions. Ce sont aussi sans doute celles qui auront le mieux anticipé l'évolution de la jurisprudence ou de la réglementation. Ce sont celles qui ont pris la peine de réduire certains risques environnementaux. Un comportement éthique, c'est aussi se mettre à l'abri de conflits et de scandales futurs potentiels, que ce soit en matière de droits de l'homme au travail, de corruption, etc. C'est donc une manière de réduire le risque lié à l'activité de l'entreprise. Heal (2005) donne de nombreux exemples à ce sujet. Il cite en particulier les cas de Nike, McDonalds, Monsanto et Shell, qui ont dû supporter des coûts très élevés liés à des conflits. Le comportement éthique de l'entreprise est alors vu comme un moyen de réduire le risque de conflit ¹.

1. Marie-Jeanne (2004) soutient également cet argument selon lequel le comportement éthique de l'entreprise, s'il a certes un coût, génère aussi des gains, notamment en diminuant le risque juridique et le risque environnemental.

Les placements éthiques se développent donc peut-être même simplement parce qu'un certain nombre de financiers ont acquis la conviction que la prise en compte de critères sociaux et environnementaux permet de mieux identifier les sociétés les moins risquées à moyen et long terme. Les Opcvm qui proposent des produits éthiques considèrent que la prise en compte de critères sociétaux dans la composition de leurs portefeuilles contribue à identifier des entreprises qui évitent des risques.

Le fait que les résultats observés ne permettent pas de conclure à une différence fondamentale en termes de risque entre placements éthiques et non éthiques peut indiquer que les deux effets mis en évidence ci-dessus (un portefeuille moins diversifié, mais composé de titres d'entreprises, qui, prises individuellement, sont moins risquées) se compensent.

Arbitrage risque-rendement et placements éthiques. Un arbitrage important pour comprendre les décisions financières est l'arbitrage entre risque et rendement. Comme on l'a dit, il y a des risques inhérents à la détention d'actions. Les individus ayant de l'aversion pour le risque acceptent ce risque s'il y a une compensation. La relation croissante entre risque et rendement implique que si les placements éthiques sont effectivement plus risqués (à cause de la présence d'un plus petit nombre d'actions en portefeuille), alors ils devraient être plus rentables qu'un placement classique. Inversement, s'ils sont moins risqués parce qu'ils concernent par nature des titres d'entreprises ayant fait certains efforts pour réduire certains risques, alors l'épargnant est prêt à accepter une rémunération moins élevée.

IV.2. Evaluation des actifs financiers et placements éthiques

Comment est déterminé le prix d'une action ? Comme la plupart des prix, la réponse tient dans la confrontation de l'offre et de la demande. Pour comprendre le prix des actions, il faut penser un peu plus en détails à ce qui détermine le prix qu'un individu est prêt à payer pour acquérir une action. La question qu'on se pose est, *in fine*, comment est déterminé le prix d'un portefeuille éthique, par rapport au prix d'un portefeuille de référence.

Analyse fondamentale et placements éthiques. Il est naturel de comparer le prix des actions et la valeur des entreprises. Si le prix des actions paraît inférieur à la vraie valeur de l'entreprise, celle-ci est dite sous-évaluée. Inversement, si le prix des actions est supérieur à la valeur de l'entreprise, celle-ci est dite surévaluée. Apprendre le prix d'une action est facile : il est publié en temps réel dans les médias. Déterminer la valeur d'une entreprise est plus difficile. L'analyse fondamentale consiste à étudier la comptabilité et les perspectives de profits futurs pour déterminer la valeur

d'une entreprise. La valeur d'une entreprise, du point de vue de l'actionnaire, est définie comme la somme actualisée des profits futurs de cette entreprise. Dans ce cas, le prix qu'un individu est prêt à payer pour une action est égal à la somme actualisée des flux de dividendes futurs qu'il recevra en détenant cette action. Dans le cas d'un placement éthique, l'épargnant fait de toute façon confiance à un gestionnaire d'Opcvm, qui réalise lui-même l'analyse de la valeur de la société pour prendre sa décision.

Théorie des marchés efficients et placements éthiques. La théorie des marchés efficients prétend que le prix des actifs reflète toute l'information disponible sur la valeur de l'entreprise. A chaque instant, chaque entreprise cotée en Bourse est suivie de près par de nombreux professionnels (en particulier des gestionnaires d'Opcvm). Ils révisent en permanence la valeur des différentes entreprises. Leur métier consiste à acheter des actions des entreprises lorsqu'elles sont sous-évaluées et en vendre lorsqu'elles sont surévaluées.

A l'équilibre, l'offre et la demande déterminent le prix. Au prix d'équilibre, le nombre d'actions offertes est parfaitement égal au nombre d'actions demandées : le nombre d'individus qui pensent que l'entreprise est surévaluée est parfaitement égal au nombre d'individus qui pensent que l'entreprise est sous-évaluée.

Selon cette théorie, le marché financier est doté de l'efficacité informationnelle. Il reflète toute l'information disponible sur la valeur de l'entreprise. Le prix des actions change quand l'information change. Lorsqu'une bonne nouvelle à propos des profits futurs d'une entreprise est rendue publique, la valeur de l'entreprise et le prix des actions augmentent. Lorsque les perspectives de profits futurs de l'entreprise diminuent, la valeur et le prix de l'action diminuent. Mais à n'importe quel moment, le prix de marché est la meilleure indication de la valeur de la firme, étant donné l'information disponible.

Quelles sont les implications de cette théorie sur l'impact des placements éthiques ?

Les profits futurs (donc les flux de dividendes futurs, donc le cours de Bourse) peuvent dépendre directement et positivement des pratiques éthiques des entreprises. Par exemple parce qu'il y a là des réductions des coûts (réduction des consommations d'énergie, moins de traitement des déchets ou des émissions polluantes...). Egalement parce que ces entreprises renforcent leur image de marque, ce qui constitue aussi un facteur favorable pour l'évolution des profits futurs et donc du cours de Bourse. Heal (2005) cite le cas de Starbucks qui a trouvé profitable de s'engager dans le commerce équitable. Au contraire l'image de Nike a souffert lorsque le niveau

des salaires pratiqués dans les pays en développement a été rendu public. Le choix du comportement éthique ne se fait donc pas nécessairement au détriment de la performance financière, au contraire. Heal (2005) documente d'ailleurs des études empiriques qui montrent que, contrairement à une image largement véhiculée, les entreprises révélant de mauvaises pratiques (en particulier dans le domaine environnemental) ont plutôt tendance à être pénalisées par les marchés financiers. Cela n'a rien à voir ici avec des préférences éthiques des acteurs du marché financier, mais avec le fait que certaines pratiques non éthiques sont plutôt des indices de mauvaise gestion, même du point de vue strictement financier.

Hormis cet effet direct sur les profits et sur le cours de Bourse, une donnée cruciale pour étudier l'effet des bonnes (mauvaises) pratiques de telle ou telle entreprise sur le prix de son action est le nombre d'épargnants éthiques.

Une entreprise qui rend publiques de mauvaises pratiques du point de vue de l'épargnant éthique peut être sanctionnée par le marché : les gestionnaires d'Opcvm éthiques refusent d'intégrer cette entreprise dans leurs portefeuilles, son cours baisse, la valeur de cette firme diminue. Inversement une entreprise qui se met, pour la première fois, à annoncer de bonnes pratiques du point de vue de l'épargnant éthique, est sélectionnée par les gestionnaires d'Opcvm éthiques, son cours monte, la valeur de cette firme augmente ¹.

Ce mécanisme simple sur la félicitation (sanction) par le marché des entreprises ayant un comportement (non) éthique ne fonctionne évidemment qu'à plusieurs conditions :

- que la théorie des marchés efficients soit valide ² ;
- que l'information soit effectivement complète et fiable ³ ;
- que les gestionnaires éthiques aient suffisamment de poids pour influencer le prix de marché.

Sur cette dernière condition, on peut en effet penser, à l'inverse, qu'une entreprise qui annonce des mauvaises pratiques susceptibles d'améliorer

1. Cet effet est aussi pointé par Heal (2005).

2. On l'a dit, la théorie des marchés efficients suppose que les achats et ventes d'actions par les individus sont le fruit d'un raisonnement rationnel, lié à l'information détenue sur la valeur sous-jacente de la firme. Mais les marchés financiers sont-ils réellement rationnels ? Ou bien les prix des actions dévient-ils parfois des anticipations raisonnables quant à leur vraie valeur ? On rappellera ici qu'il y a une longue tradition suggérant que les fluctuations du prix des actions sont en partie psychologiques et que la validité de la théorie des marchés efficients est controversée...

3. Ce point a déjà été souligné à plusieurs reprises. Il est à nouveau crucial ici. La loi NRE va bien dans ce sens, on ne peut qu'encourager toute initiative législative ou réglementaire poursuivant dans cette direction.

ses perspectives de profits futurs soit au contraire félicitée par le marché, si les gestionnaires éthiques n'ont que peu de poids par rapport à l'ensemble du marché. L'action de cette entreprise est alors massivement demandée, ce qui fait monter son cours de Bourse et la valeur de cette firme. De même, une entreprise qui annonce de bonnes pratiques du point de vue éthique, mais susceptibles d'amputer ses profits futurs (par exemple, une politique sociale ambitieuse) peut voir sa valeur et son cours de Bourse baisser si les épargnants éthiques ne sont pas majoritaires.

On peut illustrer ce point plus concrètement. Suite aux obligations figurant dans la loi NRE, les entreprises doivent présenter leurs effectifs en CDD et en CDI. Si les épargnants éthiques sont peu nombreux, une entreprise privilégiant les formes de travail les plus flexibles peut être bien perçue et donc félicitée par le marché. Inversement, si les épargnants éthiques sont très nombreux, c'est l'entreprise qui affichera une démarche contre l'emploi précaire qui sera valorisée.

En résumé, le comportement éthique des entreprises aura une influence réelle sur le marché financier si et seulement si les épargnants éthiques sont suffisamment nombreux. La Bourse ne jouera un rôle dans la prise en compte de l'impact de certaines activités des entreprises que si les préférences des consommateurs-épargnants vont réellement dans ce sens. Le financement est un levier important pour agir sur le comportement des entreprises si une partie suffisamment importante des financeurs le souhaite vraiment.

La vraie question est donc ici (en plus de la question de la fiabilité et de la certification indépendante de l'information et de la confiance à accorder aux gestionnaires de fonds éthiques) celle du poids des placements éthiques par rapport au total de l'épargne. Si ce poids est marginal il est alors bien peu probable que le marché réagisse bien (mal) aux annonces des entreprises quant à leurs bonnes (mauvaises) pratiques.

Il n'y a d'ailleurs pas d'évidence empirique sur le fait que l'influence des épargnants éthiques sur le cours de Bourse soit significative. Vu le poids très faible représenté par les placements éthiques aujourd'hui, il est permis de ne pas être d'un optimisme béat sur ce point, même si le développement de l'épargne salariale et l'arrivée de nouveaux acteurs éthiques (Fonds de Réserve des Retraites par exemple) est annoncée comme une étape majeure dans la poursuite de la progression de l'encours éthique.

V. Un modèle théorique pour analyser les placements éthiques

Très peu de recherche théorique a été consacrée à la compréhension des causes et des effets des placements éthiques.

On présente dans cette section, de manière non technique, un modèle théorique original pour analyser les placements éthiques ¹. Cet exercice permet de synthétiser dans un cadre rigoureux plusieurs des résultats présentés précédemment.

On peut construire un modèle théorique simple de choix de portefeuille pour analyser les placements éthiques. Ce modèle a les caractéristiques suivantes : (i) les consommateurs-épargnants ont de l'aversion pour le risque, de telle sorte qu'ils vont chercher à diversifier leur portefeuille, (ii) le marché financier propose des actions d'entreprises éthiques et d'entreprises non éthiques, (iii) de même, les consommateurs-épargnants sont de deux types : éthiques ou non éthiques.

Cette formalisation permet de remarquer, déjà, que parler de placement éthique nécessite qu'il existe des entreprises éthiques et des entreprises non éthiques. Il est évident que s'il n'existait que des entreprises au comportement éthique (ou que des entreprises au comportement non éthique), la question ne se poserait pas.

Il est alors nécessaire pour le consommateur-épargnant d'avoir une information parfaite sur le type (éthique ou non éthique) de telle ou telle entreprise. Si l'information sur le comportement des entreprises n'est pas parfaite, étudier la question des placements éthiques n'a aucun sens. Cette question a déjà été abordée plusieurs fois, elle apparaît à nouveau d'une importance fondamentale.

De même, cette formalisation permet de remarquer que parler de placement éthique nécessite qu'il existe des épargnants éthiques et des épargnants non éthiques. S'il n'existait que des épargnants éthiques (ou que des épargnants non éthiques), la question ne se poserait pas. Cela revient à supposer qu'une partie des consommateurs-épargnants est sensible aux effets du comportement des entreprises ; leur satisfaction est implicitement affectée par d'éventuelles mauvaises pratiques. Le reste des consommateurs-épargnants n'est pas affecté par ces mauvaises pratiques.

L'hypothèse de séparation totale entre épargnants éthiques et épargnants standards est une simplification. Dans la réalité, paradoxalement, il est fréquent que des individus épargnent à la fois en placements éthiques et en placements standards. Webley, Lewis et Mackenzie (2001) partent de ce

1. La description formalisée du modèle est disponible auprès de l'auteur.

constat. Ils utilisent une démarche expérimentale qui révèle tout de même que les épargnants qui se déclarent éthiques respectent en général cet engagement et conservent ce type de placement (même lorsque sa performance est relativement mauvaise).

Les consommateurs-épargnants choisissent les actions qu'ils souhaitent détenir, et en quelle quantité. Ils ont une certaine richesse à placer entre les différentes actions disponibles. Toutes les entreprises, prises individuellement, rapportent le même rendement espéré, et supportent le même niveau de risque. Cette hypothèse est cohérente avec les observations empiriques, qui ne concluent pas à une différence significative entre les résultats des entreprises éthiques et ceux des entreprises non éthiques.

En outre on considère que les rendements des différentes actions sont imparfaitement corrélés, de telle sorte que les consommateurs-épargnants, ayant de l'aversion pour le risque, vont avoir une incitation à diversifier leur portefeuille.

Les épargnants éthiques n'achètent par définition que des actions des entreprises éthiques. C'est une conséquence implicite de leur sensibilité aux effets des actions des entreprises. La richesse des épargnants éthiques est donc répartie uniformément entre les différentes actions des entreprises éthiques. Les épargnants non éthiques achètent eux des actions des deux types d'entreprises.

On remarque ici un point crucial : le portefeuille détenu par les épargnants éthiques sera, dans tous les cas, plus risqué que celui détenu par les épargnants non éthiques, puisqu'il contient moins d'actions différentes. Le risque supporté par l'épargnant éthique est alors d'autant plus grand que le nombre d'entreprises non éthiques est grand, relativement au nombre total d'entreprises. Les épargnants non éthiques, eux, supportent un risque plus faible, puisqu'ils ont accès à l'ensemble des actions proposées sur le marché.

Les épargnants non éthiques choisissent donc la composition de leur portefeuille en considérant toutes les actions disponibles.

Le prix des différentes actions est déterminé de manière endogène par l'équilibre de l'offre et la demande. Les actions de toutes les entreprises éthiques vont avoir le même prix puisque dans ce cadre très simple elles ont le même rendement espéré et le même niveau de risque. De même les actions de toutes les entreprises non éthiques ont toutes le même prix, pour la même raison.

En revanche, et alors même que ces entreprises sont symétriques (même rendement espéré, même risque), le prix des actions des entreprises éthiques va être différent du prix des actions des entreprises non éthiques.

Cela provient naturellement de l'asymétrie du côté de la demande d'actions : les actions des entreprises éthiques sont demandées par tous les épargnants, alors que les actions des entreprises non éthiques ne sont demandées que par les épargnants non éthiques.

On peut alors faire quelques commentaires sur le rapport entre le prix des actions des entreprises éthiques et celui des actions des entreprises non éthiques. Il y a évidemment un effet traditionnel de la rareté relative (ce qui est rare est cher) : si les entreprises éthiques sont peu nombreuses, le prix de leurs actions sera relativement élevé (par rapport au prix des actions des entreprises non éthiques).

L'autre effet notable sur ce rapport des prix entre actions d'entreprises éthiques et actions d'entreprises non éthiques est celui du poids des épargnants éthiques dans la richesse à placer en actions. Si le poids des épargnants éthiques est important, alors il y aura une vraie prime au comportement éthique des entreprises. A l'inverse, l'effet sera marginal si le poids des épargnants éthiques est faible.

Le cas où les entreprises éthiques seront le plus félicitées par le marché est celui où elles sont relativement peu nombreuses, alors que le poids des épargnants éthiques est élevé.

Ces résultats simples et intuitifs peuvent donner lieu à quelques extrapolations. On peut espérer que s'il existe une vraie prime au comportement éthique sur le marché, un effet d'entraînement se crée, et cela incite de nouvelles entreprises à adopter un comportement éthique. Encore une fois, cela ne peut se produire que si le poids des épargnants éthiques est suffisamment élevé.

On peut également étudier le niveau de satisfaction espérée de l'épargnant qui choisit de placer sa richesse en actions d'entreprises éthiques. Celui-ci dépend fondamentalement du nombre d'entreprises éthiques, par rapport au nombre total d'entreprises. Si l'on extrapole ce résultat on peut en déduire que les individus seront incités à choisir les placements éthiques seulement si le nombre d'actions éthiques est suffisamment important. Cela est dû au fait que si trop peu d'entreprises sont considérées comme éthiques, cela réduit la possibilité de constituer un portefeuille bien diversifié.

Les différentes extrapolations du modèle (côté entreprises, côté consommateurs-épargnants) montrent que (i) les entreprises vont trouver intérêt à adopter un comportement éthique si les épargnants éthiques ont suffisamment de poids dans la richesse totale, et (ii) les épargnants vont trouver intérêt à choisir un placement éthique si les entreprises éthiques sont suffisamment nombreuses (pour des raisons de diversification des portefeuilles).

Le développement des placements éthiques ressemblerait alors à un problème de poule et d'oeuf : c'est la masse d'entreprises éthiques qui décide l'épargnant à choisir les placements éthiques, et c'est la masse des épargnants éthiques qui est susceptible de faire changer le comportement des entreprises.

Devant la possibilité de se trouver dans une trappe basse peu souhaitable (peu d'épargnants ayant des préférences éthiques, peu d'entreprises ayant un comportement éthique, donc peu de chance que la situation évolue), on voit tout l'intérêt d'une action publique.

On peut d'ailleurs amender le modèle pour étudier l'effet d'un cadeau fiscal aux épargnants éthiques. On trouve, sans surprise, que le cadeau fiscal aux épargnants va se répercuter sur le rapport des prix entre actions d'entreprises éthiques et actions d'entreprises non éthiques. Plus la subvention aux épargnants éthiques est élevée, plus la prime au comportement éthique (mesurée par le rapport des prix entre actions d'entreprises éthiques et actions d'entreprises non éthiques) va être élevée. Ainsi, utiliser un outil fiscal à destination des épargnants peut avoir, par suite, un effet incitatif sur les entreprises.

Comme on l'a souligné précédemment, un outil fiscal à destination des épargnants semble sans doute plus réaliste à appliquer qu'un outil fiscal sur les entreprises (taxe sur les mauvaises pratiques, subvention aux bonnes pratiques) et est donc susceptible de créer un effet d'entraînement vertueux.

De même, l'arrivée de nouveaux épargnants avec des préférences éthiques et ayant un poids important sur le marché (par exemple grâce au développement de l'épargne salariale, ou au choix éthique du Fonds de Réserve des Retraites) est susceptible de débloquent la situation et d'engager un cercle vertueux (plus de poids des placements éthiques, ce qui donne plus d'incitations aux entreprises, ce qui, à son tour, donne plus d'incitations aux épargnants à choisir de placer leur épargne dans ces sociétés).

Dans un cadre sensiblement plus compliqué, Beltratti (2003) propose une autre contribution théorique sur le sujet. Il confirme que l'ampleur des placements éthiques dépend fondamentalement de la richesse contrôlée par les épargnants éthiques et des possibilités de diversification offertes par les entreprises qui sont exclues du choix de portefeuille. Il confirme également que les entreprises non éthiques seront pénalisées seulement si les épargnants éthiques contrôlent une grande part de la richesse totale. Il est d'autant plus probable que ces entreprises seront exclues par l'épargnant éthique qu'elles ne représentent pas un intérêt important en terme de diversification du portefeuille.

VI. Conclusion générale

Cette conclusion résume les principaux enseignements de cette analyse économique des placements éthiques.

Les placements éthiques peuvent être vus comme une sanction, par le marché financier, de créateurs d'externalités négatives. Dans ce cas, l'action publique a vocation à soutenir ce mécanisme de marché. Elle peut le faire en utilisant un outil fiscal affectant les épargnants, qui peut, par suite, avoir un effet incitatif sur le comportement des entreprises.

Elle doit, surtout, favoriser la transparence, qui permettra aux acteurs du marché financier de prendre leurs décisions à l'aide d'une information la plus complète possible. Cela passe par une réglementation très stricte sur la publication d'informations par les entreprises et par l'existence d'institutions indépendantes et fiables pour valider cette information.

Une des caractéristiques des placements éthiques est un biais très fort en faveur des sociétés cotées en Bourse, avec deux implications : (i) les sociétés non cotées sont exclues de ce type de financement ; (ii) les sociétés non cotées ne sont pas incitées à adopter un comportement éthique. Le secteur de la finance éthique doit donc, dans son développement futur, inventer de nouveaux produits financiers pour répondre à ce problème.

Un placement éthique implique en théorie, pour les épargnants, la détention d'un portefeuille moins diversifié. Ce problème ne se pose en fait réellement que si le nombre d'entreprises considérées comme acceptables est faible. Ainsi, les placements éthiques ne pourront réellement se développer que si une grande majorité des entreprises adopte un comportement responsable.

Il est d'ailleurs notable que cette adoption d'un comportement responsable par les entreprises peut être bénéfique pour elles, y compris d'un point de vue strictement financier, car cela peut avoir une influence directe et positive sur leurs profits futurs.

D'un autre côté, les placements éthiques n'auront d'impact sur le comportement des entreprises que lorsque qu'ils auront atteint un poids important dans le total de l'épargne.

Rappelons enfin que le développement des placements éthiques, qu'il se confirme à l'avenir ou pas, n'a en aucun cas vocation à remettre en cause les autres solutions collectives ou politiques visant à affecter le comportement éventuellement non éthique des entreprises. Il doit être vu, ici, comme une solution complémentaire, et non pas alternative.

Références bibliographiques

- Akerlof G. (1984), « Gift Exchange and Efficiency-Wage Theory: Four Views », *American Economic Review*, 74, 79-83.
- Bello Z.Y. (2005), « Socially Responsible Investing and Portfolio Diversification », *Journal of Financial Research*, 28, 41-57.
- Beltratti A. (2003), « Socially Responsible Investment in General Equilibrium », *Fondazione Eni Enrico Mattei Nota di Lavoro*, 93.2003.
- Chami R., Cosimano T.F., Fullenkamp C. (2002), « Managing Ethical Risk: How Investing in Ethics Adds Value », *Journal of Banking and Finance*, 26, 1697-1718.
- Heal G. (2005), « Corporate Social Responsibility: An Economic and Financial Framework », *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, 30, 387-409.
- Inspection générale des finances (2002), *Rapport d'enquête sur la finance sociale-responsable et la finance solidaire*, N°2001-M-044-01.
- Marie-Jeanne C. (2004), « Finance et éthique : la réconciliation ? », *Revue d'économie financière*, 74, 319-332.
- Tirole J. (2002), « Rational Irrationality: Some Economics of Self-Management », *European Economic Review*, 46, 633-655.
- Webley P., Lewis A., Mackenzie C. (2001), « Commitment Among Ethical Investors: An Experimental Approach », *Journal of Economic Psychology*, 22, 27-42.