



Les fondements éthiques de l'investissement responsable

Texte élaboré sous les auspices de l'Observatoire de la Finance¹ par :

Jean-Michel Bonvin ; Paul H. Dembinski ;

Edouard Dommen ; François-Marie Monnet

Ce document est une porte d'entrée, il offre un point de départ à partir duquel toute personne ou institution peut amorcer sa propre réflexion sur les enjeux éthiques de sa démarche en matière d'investissement responsable. Il s'adresse donc d'une part, aux détenteurs de fonds (personnes et fonds de pension) qui cherchent à donner du sens à leur épargne et d'autre part, aux fournisseurs de services financiers (sociétés financières et de gestion de fortune, intermédiaires financiers, évaluateurs d'entreprises, agences de notation, organisations non-gouvernementales) qui accompagnent à un titre ou à un autre le processus de l'investissement responsable. De plus, ce document devrait aussi intéresser les entreprises industrielles, notamment celles qui sont la cible de l'investissement responsable de même que les enceintes internationales – publiques et privées – où se préparent des codes ou exemples de « best practice ». Il complète ainsi d'autres travaux publiés récemment par l'Observatoire de la Finance²

Le texte qui suit est issu des discussions au sein d'un groupe d'une dizaine de personnes concernées ou impliquées à divers titres dans le domaine de l'investissement responsable. Le groupe s'est réuni à l'initiative de l'Observatoire de la Finance avec le projet de structurer le questionnement éthique tel qu'il se pose en rapport avec la démarche de l'investissement responsable. L'Observatoire de la Finance - fondation de droit suisse avec siège à Genève – a assuré le secrétariat du groupe en préparant des documents intermédiaires. Le groupe, de nature informelle s'est réuni quatre fois entre le mois de novembre 2001 et février 2002, les personnes qui y ont participé l'ont fait à titre personnel, aussi le présent document n'engage que ses auteurs³.

¹ Observatoire de la Finance, 32 rue de l'Athénée – CH- 1206 Genève •

Tél. +41 22 460 30 35 • Fax +41 22 789 14 60 • email: officebsfin.ch • www.obsfin.ch

² **L'investissement responsable en Europe**, rapport préparé par P. Morand, Observatoire de la Finance, décembre 2001, 80p ; le numéro automne 2001 de la revue **Finance & the Common Good/Bien Commun** avait pour thème l'investissement socialement responsable.

³ En début 2000, un autre document intitulé «**Les enjeux éthiques des activités financières**» avait vu le jour aussi sous les auspices de l'Observatoire de la Finance, il est également le fruit du travail d'un groupe de professionnels (**Finance & the Common Good/Bien Commun**, no 4, printemps 2000, aussi en voie de publication dans **Journal of Business Ethics**; accessible sur le site de l'Observatoire de la Finance www.obsfin.ch).

1. Epargnant ou investisseur responsable ?

La réflexion commence par la prise de conscience que nous sommes de plus en plus nombreux à disposer d'encaisses oisives, c'est-à-dire d'encaisses dont nous n'avons pas l'utilité immédiate, mais dont nous aurons besoin avec une probabilité plus ou moins forte à plus ou moins longue échéance. Plusieurs méthodes existent pour transférer du « pouvoir d'achat » à travers le temps : la thésaurisation, le dépôt en banque, le placement en titres – liquide par définition – et l'investissement avec, à la clé, une relation de propriété effective et directe. Plusieurs considérations vont commander le choix des méthodes dont quatre paraissent les plus importantes :

- le type de besoin auquel les ressources devront répondre à terme ;
- la préférence pour la préservation ou la nécessité de la multiplication en fonction de l'adéquation des avoirs détenus aux dépenses futures attendues ;
- le degré de familiarité avec les réalités de chacune des méthodes ;
- le degré de certitude quant au moment et aux montants nécessaires à des dates précises.

Le premier problème auquel se trouve confronté un épargnant est la formulation de l'attente qu'il a – à terme – par rapport aux encaisses temporairement oisives. C'est par une telle analyse qu'il assume sa responsabilité d'épargnant. Il est donc facile d'imaginer des situations où l'épargnant, parce qu'il assume sa responsabilité, renonce à avoir recours à certaines méthodes pour transférer son avoir dans le temps. En d'autres termes, un épargnant responsable ne doit pas nécessairement devenir un « investisseur responsable ».

Contrairement à l'anglais, la langue française distingue le placement de l'investissement. Ainsi, selon le Petit Robert, le terme « investissement » désigne l'action d'acquérir des biens de production pour l'exploitation d'une entreprise, de même que le capital physique ainsi acquis; tandis que le placement se réfère à l'action de placer de l'argent, de l'employer afin d'en tirer un profit, une plus-value ou d'en conserver la valeur. Cette distinction est fondamentale : elle rappelle qu'au sens premier du terme, l'investissement implique l'exploitation directe par l'investisseur d'outils de production, alors que le placement se situe au niveau de la détention passive de certains droits en vue de la rémunération.

Le langage courant tend à gommer la différence et à désigner aussi bien l'investissement (direct) que le placement (financier) sous le terme unique d'investissement. La suite de ce texte se plie à l'usage et,

sauf indication contraire, utilise le terme « investissement » dans le sens « investissement financier », c'est-à-dire la détention de titres sans prise de responsabilité directe dans l'exploitation de l'entreprise.

Le recours responsable à l'investissement ou au placement peut impliquer le choix des produits financiers ou l'adhésion à un ensemble de critères se prévalant d'un certain label, mais l'exercice de la responsabilité ne saurait en aucun cas se résumer exclusivement à ces décisions. Aussi, pour englober la totalité de la problématique, il est plus judicieux de parler dans ce texte de « l'investissement responsable » pour éviter ainsi la confusion avec « l'investissement socialement responsable ». En effet, le ISR (SRI en anglais) est un terme consacré pour décrire un ensemble de normes, critères ou valeurs qu'une famille de produits financiers spécifiques cherche à promouvoir au niveau des entreprises cotées en bourse. Ainsi défini, l'investissement socialement responsable se trouve inclus dans la problématique plus vaste de l'investissement responsable.

La question qui nous préoccupe consiste donc à savoir, comment – dans le domaine de l'investissement et du placement - un acteur peut exprimer d'abord, et éventuellement promouvoir, certaines valeurs éthiques par ses choix d'instruments financiers. Comment la prise en compte des valeurs éthiques est-elle ensuite véhiculée et mise en pratique par le secteur de l'intermédiation financière, quelles sont les distorsions possibles ? Quel est l'impact de cette prise en compte et son efficacité ultime ?

2. La responsabilité : notion et mise en pratique

La notion de responsabilité comporte trois dimensions :

- la liberté d'un sujet agissant ;
- l'instance devant laquelle le sujet répond de son action ;
- la manière dont s'exprime la relation entre ces deux pôles.

L'exercice assumé de la liberté du sujet est donc le point de départ de toute relation de responsabilité. Toutefois, selon que le sujet est une personne physique, une personne morale (institution) ou une personne physique agissant dans le cadre ou au nom d'une personne morale, il est appelé à « répondre » devant des instances différentes et selon des processus différents. En effet, la responsabilité des institutions s'exerce sur un nombre de plans plus limité que la responsabilité des personnes. Par conséquent, la manière dont est définie la responsabilité d'une institution n'affranchit pas les personnes agissant en son nom de leur responsabilité propre.

L'instance devant laquelle le sujet répond de son action constitue la deuxième dimension de la notion de responsabilité. Schématiquement, trois types d'instances qui ne s'excluent pas mutuellement entrent en ligne de compte : la conscience propre du sujet, ses mandants directs et indirects et le bien commun. La conscience se réfère avant tout à des valeurs ou des convictions morales, le mandant en tant qu'instance de « réponse » met au premier plan des rapports juridiquement fondés alors que la référence au bien commun – quelle que soit l'extension de la communauté considérée – passe par la prise en compte des conséquences qu'auront les actions sur les tiers absents. Parmi ces trois instances, seul le rapport du sujet à ses mandants relève du cadre réglementaire et institutionnel externe à l'acteur, tandis que les deux autres instances, aussi bien la conscience que le souci du bien commun, sont ancrées dans les caractéristiques du sujet lui-même et dépendent de ses prédispositions.

La nature de la relation entre le sujet et les instances de réponse est la troisième dimension de la responsabilité. Elle est fortement tributaire à la fois de la qualité du sujet et des instances de « réponse ». En termes théoriques, cette relation peut prendre deux formes pures : soit elle est vécue par le sujet de l'intérieur, soit elle lui est imposée de l'extérieur. Alors que la responsabilité vécue de l'intérieur imprègne tout acte mettant en œuvre la liberté du sujet, l'extérieur n'intervient, sous la forme d'une sanction ou d'une demande de compensation financière, qu'après que le sujet ait transgressé une norme ou une règle. Cette intervention externe, qui est liée au résultat de l'action, peut entraîner une prise de conscience qui incite le sujet libre à mieux vivre sa responsabilité. La relation de responsabilité n'est en effet pas figée et elle s'approfondit au fur et à mesure des contacts entre sujets libres et instances de réponse. C'est notamment le cas lorsque se noue un dialogue continu entre les deux pôles de la relation de responsabilité.

A chaque fois qu'il y a prise de responsabilité, chacune des trois dimensions prend une portée concrète et il est possible de répondre de façon circonstanciée aux trois questions clés :

- qui est le sujet responsable ?
- devant qui est-il responsable ?
- comment se manifeste la relation de responsabilité ?

La variété des situations concrètes étant infinie, il serait vain de prétendre à l'exhaustivité en construisant une typologie qui combinerait toutes les réponses possibles aux trois questions. Dans chaque situation concrète, il revient au sujet lui-même d'explicitier les réponses aux trois questions afin de clarifier les enjeux éthiques de ses actions.

Pour ce qui est de l'investissement responsable, deux conclusions générales peuvent être tirées à ce stade. Tout d'abord la responsabilité qui anime l'investisseur est vécue de l'intérieur, elle repose sur son

implication continue dans l'activité d'investissement dans la mesure du temps et des compétences disponibles. Par conséquent, la référence exclusive aux mandants et au cadre réglementaire environnant ne suffit pas à rendre un investissement responsable, elle doit nécessairement être complétée par le recours à la conscience ou à la prise en compte du bien commun. Ainsi, les changements législatifs introduits récemment en Angleterre et en préparation en France obligeant les fonds de pension à expliciter leur attitude en matière des valeurs éthiques peuvent inciter les acteurs à une prise de conscience, mais ils ne sauraient se substituer purement et simplement à l'exercice assumé de la responsabilité du sujet.

La seconde conclusion qui découle de l'analyse de la notion de responsabilité, est que le comportement responsable de l'investisseur ne saurait se résumer ou se réduire à l'obligation de recourir à telle ou telle méthode d'investissement, à tel ou tel produit financier portant un label « éthique » ou « responsable ». A l'inverse, ce ne sont pas les qualités (prétendues ou véritables) du produit ou de la méthode qui rejaillissent sur le sujet qui les utilise mais bien plus le rapport libre et assumé que l'acteur entretient avec les produits qu'il manipule qui détermine la qualité éthique de l'investissement. Par conséquent, l'exercice de la responsabilité dans l'activité d'investissement ne consiste pas à appliquer telle ou telle règle juridique ou formule mathématique. En effet, le sujet libre (personne ou institution) est le point de départ et d'arrivée de toute mise en pratique de la responsabilité – y compris dans le domaine de l'investissement.

Des investisseurs aux fortes convictions morales, relayés par certains fonds de pension, ont été les premiers à donner à l'investissement responsable la visibilité dont il jouit actuellement notamment en développant des compétences spécifiques et des moyens d'investigation et d'analyse importants. Par l'importance de leur portefeuille, leur souci de la durée et leur sensibilité aux dimensions non-financières, ils ont été à la source de ce qui apparaît aujourd'hui comme une évolution des mentalités ou du moins des sensibilités.

Plus récemment, allant en cela au devant d'un effet de mode en gestation, des institutions bancaires et autres professionnels de la finance ont commencé à mettre sur pied des instruments d'investissement – fonds de placement – qui ont fait de l'éthique et de la responsabilité leur étiquette. L'offre en la matière est variée, elle propose à l'investisseur soucieux de l'éthique la possibilité de composer son menu de valeurs en achetant les produits financiers portant telle ou telle étiquette. En souscrivant à de tels produits ou services l'investisseur mandate en réalité le management du fonds acheté pour qu'il utilise toutes ses compétences techniques afin de maximiser la performance financière à l'intérieur des contraintes stipulées sur l'étiquette. La mise en place des indices avec des connotations éthiques et sociétales pour baliser les contours d'un univers d'investissement « fréquentable » participe de la même logique que la

mise en place de fonds d'investissement mentionnée plus haut. Ces services proposent au sujet de se décharger – contre rémunération – sur les spécialistes de l'effort de discernement et de décision. Si la multiplication des produits étiquetés rencontre un certain succès auprès du public, elle pose au moins deux questions au sujet qu'est l'investisseur. La première concerne le degré dans lequel il est moralement acceptable de « sous-traiter » ses propres responsabilités d'investisseur en achetant tel ou tel produit. Le fait de ramener la question éthique à des dispositifs mécaniques semi-automatiques – notations, indices, pondérations – n'épuise pas la question. La seconde question concerne le bien fondé d'une décision qui consisterait à ne soumettre aux principes éthiques qu'une partie de ses avoirs au nom d'une stratégie de diversification. Les réponses à ces questions vont varier d'un sujet à un autre notamment en fonction des instances par rapport auxquelles il aura à « répondre » de ses choix et de la manière dont il va les faire.

3. Typologie des préoccupations éthiques

La notion d'investissement responsable fait référence au sujet qui considère que l'acte d'investir n'est pas neutre du point de vue éthique, et qui entend donc le soumettre à des critères éthiques. Toutefois, les critères éthiques ne sont pas nécessairement les mêmes pour tous les acteurs et, même s'ils convergent, ils ne s'expriment pas de la même manière. Au risque de généraliser, dans le domaine de l'investissement, la responsabilité peut s'exprimer au travers de quatre types de soucis éthiques, séparés ici à des fins d'analyse. L'expression pratique de chacun d'entre eux débouche sur une gamme spécifique d'articulations possibles entre les trois dimensions de la notion de responsabilité discutées plus haut, sans que pour autant ces gammes soient nécessairement disjointes. Du point de vue du marketing et de la mise en place des produits financiers « éthiques ou responsables », chacun des types de soucis éthiques correspond à un segment de marché ou de clientèle auquel des produits aux caractéristiques spécifiques seront présentés.

3.1. Ethique des valeurs ou de la conviction

Dans ce cas, le souci éthique se manifeste par le refus de cautionner ou de contribuer à des activités, des pratiques ou des systèmes que l'investisseur réproouve. Cela peut aller, pour certains, du refus d'investir en bourse ou de recourir à certaines pratiques ou instruments financiers, au refus d'être porteur, directement, ou par le biais des investisseurs institutionnels, de titres émis par des sociétés ayant certaines pratiques ou activités. L'éthique des valeurs conduit à exclure de l'univers d'investissement des entreprises, mais aussi des

intermédiaires et des pratiques qui trahissent les convictions de l'investisseur. Ces décisions d'exclusion présupposent un travail d'analyse qui va au-delà de ce à quoi le paradigme risque/rendement accorde de l'importance.

Une démarche au nom de l'éthique des valeurs est unilatérale, elle vise « la sérénité de l'esprit » de l'investisseur et n'est pas motivée par la recherche d'un impact sur l'entreprise. Elle est, par nature, intransigeante parce qu'elle trace une frontière absolue et n'admet pas de « trade off » entre les convictions et la rentabilité financière, par contre à l'intérieur de l'univers d'investissement tout est possible. Son objectif unique consiste à veiller à la cohérence entre les convictions du sujet et ses choix financiers. En ce sens, dans cette configuration de la responsabilité, la conscience du sujet est la seule instance de « réponse » qui rentre en ligne de compte.

La traduction pratique d'une telle attitude éthique est moins simple qu'il n'y paraît. En effet, si la réprobation porte sur certains biens ou services produits par des entreprises particulières (armes, jeux, tabac etc.), l'identification des secteurs et des entreprises à éviter est relativement simple. Si, par contre, la réprobation porte davantage sur les pratiques telles que le respect de l'environnement, la non-discrimination, le recours à certains types de marketing, etc., l'identification et la définition de l'univers d'investissement autorisé sont nettement plus délicates. Par ailleurs, qu'il s'agisse des produits, des pratiques ou, a fortiori, des deux, l'investisseur doit articuler des « seuils de pureté », c'est-à-dire décider le poids qu'une activité ou pratique reprochée peut occuper dans une entreprise sans pour autant qu'elle soit exclue de l'univers d'investissement.

3.2. Ethique de la fructification

L'investisseur agissant dans la perspective de la fructification devient un partenaire de l'entreprise dans laquelle il s'investit. De ce fait, il érige en instance de réponse les autres parties prenantes à l'entreprise. Un tel partenariat s'inscrit nécessairement dans la durée que l'investisseur voit comme indispensable à la fructification, c'est-à-dire à ce que le fruit vienne rémunérer l'effort et le risque encourus. L'éthique de la fructification se manifeste plus naturellement dans les investissements – au sens plénier du terme – qui mettent des moyens financiers à la disposition des entreprises ou initiatives non cotées. Pourtant, elle peut aussi motiver des placements purement financiers. L'élément commun à ces deux instruments est l'engagement moral de l'acteur « à rester » pendant une durée nécessaire à la fructification du projet d'entreprise, qu'il s'agisse de la petite entreprise ou de la multinationale.

L'option de la fructification exige un engagement initial qui ne peut se faire que sur la base de la confiance. Elle implique donc que

l'investisseur assume le risque lié à ses choix et renonce – en tout cas dans une mesure raisonnable – à tirer trop facilement les avantages des opportunités de sortie que le marché pourrait lui offrir. Un tel choix implique que l'investisseur renonce à se débarrasser du titre sur d'autres participants du marché dès que l'entreprise rencontre des problèmes. En fermant ainsi l'option de la fuite, l'éthique de la fructification expose pleinement l'investisseur aux conséquences économiques des recommandations qu'il pourrait être tenté de faire à l'entreprise en raison de ses convictions éthiques. Dans l'éthique de la fructification il n'y a par conséquent pas de place pour un prescripteur migrant qui investirait dans l'entreprises par intermittence en se réservant le droit de quitter le navire au gré des opportunités.

Un investissement fait dans l'optique de la fructification et qui instaure un partenariat dans la durée peut déboucher sur la redécouverte des formes d'investissement plus anciennes dans les micro-entreprises et les PME non cotées. Dans cette démarche, le tissu social dont participe l'entreprise est aussi important que la substance purement économique de celle-ci. En un mot, l'option de la fructification entraîne des coûts de transaction initiaux plus élevés que dans le cas d'un investissement boursier classique, mais dans le long terme les coûts d'intermédiation et de gestion proprement financière devraient être moindres.

3.3. Ethique de l'impact ou des conséquences

Dans cette perspective, le souci éthique de l'investisseur consiste à vouloir amener les intermédiaires financiers tout comme les entreprises cotées à adopter des pratiques et des activités conformes à ses propres exigences éthiques. Il s'agit moins de sanctionner un état de fait que d'initier un changement dans le comportement de la cible d'investissement en vertu des valeurs morales retenues. Du point de vue purement tactique, il s'agit d'un comportement en tout point analogue à celui de tout actionnaire minoritaire qui a, dans l'entreprise, des intérêts autres que purement financiers. Toutefois, contrairement à l'actionnaire minoritaire classique porteur d'intérêts industriels, l'investisseur responsable ne cherche ni à créer une valeur ajoutée pour lui, ni à augmenter la performance financière de l'entreprise, mais à faire en sorte que la cible améliore son comportement et dégage ainsi une valeur ajoutée sociétale qui contribue au bien commun. Ainsi, dans le cas de l'éthique des conséquences, l'idée que se fait l'investisseur des exigences du bien commun devient la principale instance de « réponse ».

L'éthique des conséquences cherche à avoir sur l'entreprise – et plus généralement sur l'ensemble de l'univers d'investissement - un impact tangible et, dans la mesure du possible, plus que proportionnel au poids purement financier de l'investisseur. Dans ce cas l'investisseur cherche à susciter un « effet de levain » en recourant à diverses méthodes d'action : le dialogue suivi avec les entreprises, l'activisme

actionnarial par la prise de parole lors des assemblées générales parfois pour faire état d'une réprobation ou d'un désaccord fondamental, des campagnes médiatiques éventuellement couplées avec d'autres protagonistes comme les consommateurs ou les ONG porte-parole de la société civile. En d'autres termes, le spectre des moyens est vaste : il va de la conviction au rapport de force.

La réputation de l'entreprise auprès des investisseurs, mais aussi aux yeux d'un public plus large, est l'enjeu principal du rapport de force. Ce dernier est instauré non pas au nom d'intérêts économiques, mais au nom du bien commun dont l'investisseur se proclame le porte-parole. Cette attitude pose la question des fondements sur lesquels repose la certitude d'œuvrer pour le bien commun, notamment de la nature de la légitimité de l'intervenant, ainsi que des limites éthiques d'une attitude qui s'apparente à certains égards à une forme de contrainte ou de chantage. La notion de responsabilité utilisée pour qualifier ce genre de pratiques prend, dans ce cas, une signification particulière. Elle suggère que les intérêts supérieurs dont l'investisseur serait le dépositaire justifient les moyens utilisés.

Quand l'investisseur envisage d'utiliser sa position comme un levier il doit être au clair sur le niveau de risque qu'il est prêt à prendre pour mettre en œuvre ce levier. A un extrême, l'investisseur peut voir sa mise comme étant à fonds perdus, ce qui lui donne une très grande marge de manœuvre ; à l'autre extrême, le risque assumé peut se réduire à des corrections marginales des coefficients de pondération dans un portefeuille de titres. L'investissement responsable réalisé dans l'optique des conséquences s'inscrit dans la plupart des cas dans la logique de l'efficacité, laquelle commande l'économie des moyens. L'investisseur ne peut, sauf cas extrême, éviter la question du rapport du « coût » acceptable exprimé en termes de risque par rapport au rendement financier attendu. Paradoxalement, plus le nombre d'entreprises concerné par le changement de comportement recherché sera grand, plus le supplément de risque attaché à l'investissement responsable – par rapport au marché - sera faible. Aussi, au nom du principe de l'efficacité – considéré aussi comme moyen de réduire ce risque spécifique – l'investisseur responsable cherchera naturellement des alliances fortes en dehors du marché financier et en dehors de la finance en général. Ainsi, l'éthique des conséquences peut conduire l'investisseur à s'impliquer dans une action politique visant un changement législatif. Dans une situation extrême, si tous les postulats éthiques de l'investisseur éthique étaient repris par la loi, l'investissement éthique perdrait sa raison d'être.

3.4. L'éthique comme critère financier de sélection

La relation de responsabilité discutée plus haut suppose un sujet qui enracine l'exercice de sa liberté dans un souci éthique. Les trois premières éthiques présentées ici s'inscrivent dans cette lignée

puisqu'elles intègrent les trois pôles de la relation de responsabilité. Il en va différemment du quatrième type où l'éthique est envisagée comme un critère de sélection du portefeuille d'investissement et non comme la motivation inspiratrice des actions du sujet. En effet, il s'agit de situations où l'investisseur n'accorde pas de poids éthique à l'acte d'investir en soi, mais part de l'idée que dans le moyen et long terme, les acteurs économiques qui respectent un certain nombre de valeurs éthiques ont une probabilité forte d'obtenir une performance économique supérieure par rapport à ceux qui sont moins rigoureux à cet égard. Aussi, l'investisseur va privilégier dans sa politique les entreprises et les intermédiaires qui respectent les valeurs en question parce que, de cette manière, il augmente les probabilités d'améliorer sa propre performance à moyen terme. En recourant aux critères ou valeurs éthiques, l'investisseur espère capter une information supplémentaire, non exploitée par le marché, et dont l'utilisation lui donnerait un avantage. Dans cette optique, l'éthique devient un critère supplémentaire de sélection de titres et une raison technique pour différencier la structure du portefeuille de celle de l'indice de référence. L'éthique est perçue comme un indicateur avancé de la performance, donc comme un facteur réduisant le risque de l'investissement. Elle est donc utilisée comme un pur moyen en vue du rendement qui apparaît comme la finalité exclusive de l'investissement.

Contrairement aux autres approches de la responsabilité, cette vision de l'éthique n'a aucun intérêt à ce que les critères utilisés, les indicateurs élaborés, tombent dans le domaine public. Si tel était le cas, l'avantage concurrentiel de l'investisseur responsable aurait tendance à disparaître. Une telle attitude pose un problème éthique en soi du fait de la recherche éventuelle d'une information exclusive.

Il est rare que dans la réalité les divers types de motivations éthiques apparaissent dans leur forme pure. La typologie qui précède permet de clarifier et d'ordonner les motivations de chacun, elle permet aussi de saisir plus clairement la mesure dans laquelle ces attitudes sont compatibles entre elles. En effet, un investissement responsable suppose la cohérence d'ensemble tout au long de la chaîne qui va des attentes par rapport à l'épargne et des motivations éthiques aux intermédiaires et instruments utilisés.

4. L'intermédiation financière : un passage obligé

Le développement récent de la finance a été stimulé par deux évolutions parallèles. D'un côté, dans les pays de l'OCDE, une part croissante de l'épargne est collectée par les caisses de pension et les compagnies d'assurance pour être ensuite confiée aux intermédiaires financiers en vue de placement ou de transformation en investissement – au sens économique du terme. De l'autre côté, pendant cette même

période, les entreprises et les gouvernements ont eu massivement recours aux marchés financiers pour y placer leurs titres. La demande accrue des services en matière d'intermédiation financière résulte, notamment, du renforcement du rôle des investisseurs institutionnels qui sont, par ailleurs, enserrés dans des contraintes actuarielles – et donc de rendement – spécifiques à leurs activités, mais bénéficient aussi de traitements fiscaux différenciés ce qui souligne le caractère particulier, notamment dans la durée, de leur mission sociale. La multiplication extraordinaire d'autres instruments financiers, tels que les fonds de placement, a encore contribué à augmenter la demande de services d'intermédiation dont la valeur ajoutée consiste à proposer à chaque acteur un choix de titres correspondant à son profil de risque/rendement. Dans cette perspective, les ventes et les achats de titres – facilités par la liquidité des marchés – ont pour tâche de préserver le profil risque/rendement du client des fluctuations des cours ou des prévisions. Du point de vue des entreprises dont les actions sont cotées, cette évolution a augmenté l'importance de la frange de porteurs volatiles d'actions qui, de ce fait, ne portent qu'un intérêt très limité au fonctionnement de l'entreprise, mais qui par leurs décisions fréquentes d'acheter ou de vendre, donnent de la liquidité au titre, synonyme de sécurité.

Dans bien des cas, l'expansion des marchés financiers est allée de pair avec celle des plus grandes entreprises. Du fait de la taille, les entreprises sont devenues de plus en plus difficiles à contrôler par des groupes stables d'actionnaires ayant un intérêt industriel, et de plus en plus sujettes aux exigences purement financières qui sont communes à la plupart des actionnaires « nomades ou errants ». A première vue, cette évolution aurait pu « libérer » les managers de la pression des actionnaires. A condition d'offrir des rendements importants à ces derniers, les managers auraient donc retrouvé une certaine liberté dans leurs choix industriels de long terme. Pourtant, il n'en est rien, parce que ces mêmes managers sont devenus dépendants de la perception qu'ont des entreprises les « maîtres à penser » des marchés financiers (analystes, agences de notation, presse spécialisée) qui gouvernent la composition des portefeuilles des actionnaires nomades. Tributaires de l'image, de la mode et aussi du système de rémunérations (en stock options), confinés dans un horizon temporel de plus en plus limité, en réalité les managers ne résistent pas à la tentation de manipuler à leur tour ces mêmes éléments qui les tiennent en joue.

La mouvance de l'investissement responsable, ses produits et ses méthodes participent d'une volonté de dépasser une intermédiation financière exclusivement tributaire du paradigme risque/rendement et de créer (restaurer) un rapport direct (responsable) entre le titre financier et la réalité d'entreprise qui le sous-tend. L'investissement responsable – dans la multiplicité des acceptions de ce terme – exprime souvent le refus du porteur ultime des titres de se laisser enfermer dans le dilemme risque/rendement. Non seulement, la

référence au réel se trouve réhabilitée, mais elle se voit enrichie par l'intégration explicite des préférences éthiques de l'investisseur.

Cela étant, les services d'intermédiation financière restent le passage obligé pour quasiment tous les produits et les pratiques connus sous le label de « responsables ». En tant que professionnelle de l'intermédiation, l'institution financière est le dépositaire de la confiance de l'épargnant par rapport auquel elle dispose d'une expertise et d'une compétence spécifiques. En effet, c'est à l'intermédiaire financier que reviendra la tâche délicate de mettre en actes les principes et les convictions de son client. Or, toute pratique d'intermédiation est porteuse de marges de liberté où peuvent apparaître des conflits d'intérêts entre l'intermédiaire et le client. Il en va spécialement ainsi des décisions en matière de méthodes de gestion, du type et de la fréquence des substitutions de titres, etc. En effet, certaines pratiques techniquement justifiées - comme, par exemple, la vente à découvert - peuvent présenter des points de conflit avec les principes que l'investisseur responsable entend promouvoir. Aussi, avant de mettre sa confiance dans tel ou tel intermédiaire, il revient au client de s'assurer que la manière dont l'intermédiaire exerce son métier est en harmonie avec les valeurs et les convictions éthiques du client.

Paradoxalement, dans son engouement pour l'investissement responsable, le public omet de se pencher sur les pratiques professionnelles de l'intermédiaire financier, de ce maillon incontournable de la chaîne qui va de l'épargnant à l'entreprise. Il n'en demeure pas moins que l'investissement responsable serait en contradiction avec ses propres principes s'il oubliait de passer au crible du questionnement éthique les pratiques professionnelles des intermédiaires financiers. Il s'agit notamment du degré d'indépendance dont jouissent, au sein de grandes institutions financières aux intérêts multiples, les analystes d'entreprises, qu'ils soient des analystes financiers ou des évaluateurs éthiques. Des conflits d'intérêts peuvent conduire à fausser les appréciations des évaluateurs au détriment des intérêts de l'investisseur éthique.

5. La structure et le coût de l'information

Chacune des motivations éthiques présentées dans la typologie va donner lieu à une démarche différente de l'investisseur, aussi bien dans ses attentes par rapport à l'intermédiaire, dans le choix des produits financiers utilisés, que dans les alliances qu'il va passer ou les synergies qu'il va développer avec d'autres acteurs de la finance, mais aussi de la société civile ou du monde politique. Toutefois, l'exercice responsable de l'activité d'investissement, pour son propre compte comme d'ailleurs pour le compte d'un client, suppose le recours à de

l'information complémentaire par rapport à celle dont se nourrissent habituellement les opérateurs financiers. Ceci pose deux séries de questions : comment acquérir et structurer l'information pour la rendre opérationnelle et comment répartir les coûts de cet effort supplémentaire, tout en préservant l'impartialité de l'information.

5.1. Opérationnaliser l'information

L'exercice responsable de l'activité d'investissement, quelle que soit sa tonalité, suppose le recours à de l'information qui va au-delà de celle communément accessible dans les états financiers des entreprises. Par conséquent, un effort spécifique de collecte et de structuration de l'information doit être fourni pour orienter les choix et décisions. Vu l'importance du travail nécessaire, des agences spécialisées ont fait leur apparition depuis quelques années. Leur vocation est de collecter et de structurer l'information pour la transmettre ensuite aux décideurs sous la forme condensée de notations, de recommandations, de listes ou encore d'indices. Les diverses agences procèdent chacune à sa façon, il n'en demeure pas moins que l'acquisition et le traitement de l'information sur les entreprises posent un certain nombre de questions de nature éthique qu'il est important d'articuler.

La première question relève de l'investisseur ou de son mandant. Elle porte sur la nature de l'information dont l'investisseur a besoin pour procéder à ses choix financiers. Dans un monde idéal, la réponse serait à chercher exclusivement dans la grille des valeurs éthiques qui tiennent à cœur à l'investisseur. Dans la réalité cependant, les désirs de l'investisseur sont cadrés par les indicateurs fournis par les agences de notation. Plus la portée précise des valeurs auxquelles tient l'investisseur est floue pour lui, plus le risque d'incompréhension est grand entre la vision idéale qu'a l'investisseur de ses choix éthiques et l'information synthétisée par les divers indicateurs et fournie par les agences spécialisées.

La seconde question porte sur les méthodes permettant de synthétiser et structurer l'information. En effet, le travail des agences de notation consiste à rechercher un nombre important d'informations ponctuelles et dispersées portant sur des aspects multiples de la vie des entreprises (rapport à la biosphère, modes de gouvernance, rapports avec les collaborateurs et les autorités, etc). Pour que cette myriade d'éléments puisse utilement éclairer les décisions d'investissement, il est indispensable de l'organiser à l'aide d'une grille qui lui donne du sens. Dans la réalité, l'investisseur ou son mandataire cherchent des recommandations claires sur les entreprises. En structurant leurs services en conséquence, les agences de notation proposent en réalité aux investisseurs de s'en remettre à leur compétence et à leur méthode en matière d'appréciation éthique. Du point de vue technique une multitude de méthodes de collecte et de

structuration de l'information peut être envisagée. Il n'en demeure pas moins que le bien fondé philosophique de cette démarche de réduction en tant que telle reste posé, comme reste posée la question du bien-fondé éthique du discernement que l'on délègue à des tiers au nom d'un meilleur exercice de la responsabilité.

La troisième question touche au bien fondé de la ruée vers la normalisation des considérations éthiques. La mise au point de standards d'information non-financière fait des progrès. Elle résulte d'une convergence d'intérêts : les entreprises veulent que les critères de leur appréciation soient stabilisés, les offrants de produits se prévalant de l'investissement responsable scrutent une population d'entreprises toujours plus étendue et la consolidation dans le secteur des agences de notation conduira à une uniformisation des pratiques à l'instar de ce qui s'est fait dans le domaine de la comptabilité ou dans celui de l'évaluation financière. Toutefois, la standardisation repose sur deux postulats : d'une part, que l'on peut assigner à des valeurs éthiques particulières des indicateurs non-ambigus, d'autre part que l'agrégation technique des indicateurs ne vide pas de sens éthique le résultat ainsi obtenu. Le recours à la norme permet utilement d'occulter ce débat de fond sous prétexte de la généralisation de son utilisation.

Dans la course à la norme, les ONG jouent un rôle non-négligeable. En tant que porte-parole, souvent auto-proclamés, de la bonne volonté universelle, elles jouissent aux yeux aussi bien des investisseurs, des pouvoirs publics que des entreprises elles-mêmes d'une légitimité particulièrement forte. Toutefois, dans la course à la norme, des intérêts considérables sont en jeu tant du côté des organisations qui proposent des standards alternatifs que des entreprises qui s'y conforment. Quand un ensemble de règles privées devient un standard largement accepté, il entraîne la consécration, tant en termes de prestige qu'en termes financiers, de celui qui en est l'auteur. Il n'est donc pas étonnant que cette perspective aiguise de nombreux appétits. Du côté des entreprises – qui sont en dernière analyse la cible des investisseurs responsables – l'émergence de standards augmente la prévisibilité des appréciations qui en résulteront et, par conséquent, permet aux entreprises de concentrer les efforts là où les changements de comportement auront le plus d'effet sur les résultats des évaluations. Aussi, les entreprises ont tout intérêt à ce que les attentes des investisseurs responsables soient au plus vite opérationnalisées à l'aide d'indicateurs standardisés. Toute standardisation, à l'instar de celle des normes comptables, peut avoir des effets pervers en incitant les entreprises à se soucier du niveau des indicateurs plutôt que de la réalité qu'ils sont censés indiquer.

5.2. Le coût de l'information et de la transparence

La prétention à une préoccupation éthique est indissociable de l'acceptation par le sujet lui-même de fournir un effort « personnel »

dont le coût ne peut être rejeté sur une personne tierce. Toute personne qui lit le présent document investit de son temps du seul fait de sa lecture, à l'instar du groupe qui a contribué à clarifier ces idées. Au-delà de l'effort de clarification qu'exige toute attitude responsable en matière d'investissement, l'acquisition de l'information sur les entreprises et sa structuration entraînent aussi un coût. Sans cette information, l'investissement responsable dans les entreprises cotées est impossible. Par conséquent, il est important de s'interroger sur la manière dont le coût de l'information est réparti. Selon la précision de l'investigation, le coût d'une expertise éthique peut s'élever à plusieurs millions de USD (par exemple Nike) et supposer l'engagement de kyrielles d'experts pour un travail de longue haleine, ou se résumer à quelques heures de travail, s'il s'agit de publier des données et informations fournies par l'entreprise.

Indépendamment du fait que chacune des méthodes de collecte d'information pose la question de sa validité intrinsèque, en dernière analyse, deux parties peuvent supporter le coût : soit les investisseurs et leurs mandants (gestionnaires, agences de notation ou fabricants), soit les entreprises elles-mêmes. A court terme, si le coût est supporté par l'investisseur, la performance financière de l'investissement sera amputée d'autant. Aussi, selon toute vraisemblance, l'ampleur de l'investigation éthique sera - indirectement - fonction de la marche des affaires. Si, par contre, le coût de la collecte d'information est supporté par l'entreprise, il sera indirectement assumé par les autres partenaires de l'entreprise, y compris les actionnaires. Les choses peuvent changer à moyen terme. En effet, il arrive que les entreprises recherchent pour des raisons de réputation et de renommée tel ou tel label. Si tel est le cas, elles supportent sans rechigner le coût de l'expertise et le considèrent comme un investissement. L'intérêt des entreprises est d'autant plus fort que la renommée du label ou de l'indice est forte. Selon la pratique dominante, l'évaluateur perçoit un honoraire de la part de l'entreprise évaluée ce qui ne manque pas de créer un conflit d'intérêt entre la recherche de la rémunération et la véracité de l'évaluation. Il est à craindre que cette pratique n'aboutisse à valider une fois de plus l'adage « Dis-moi qui te paie et je te dirais qui tu sers ».

6. L'efficacité de l'investissement responsable

La question de l'efficacité, c'est-à-dire de l'impact de la préoccupation éthique de l'investisseur, se pose en des termes très différents selon le type de motivation. Pour les motivations inspirées de l'éthique des valeurs, la question est somme toute secondaire. L'éthique de la fructification ne s'adresse qu'à l'entreprise concernée, au même titre que l'éthique conçue comme critère financier de sélection. La question de l'efficacité est envisagée de manière beaucoup plus large dans la perspective de l'éthique des conséquences. En effet, les investisseurs qui s'inspirent de l'éthique

des conséquences cherchent à inciter toutes les entreprises à adopter un comportement en accord avec leurs convictions éthiques.

Tous les investisseurs responsables n'adhèrent pas nécessairement à la même hiérarchie des valeurs, ce qui expose en réalité les entreprises à une pluralité d'attentes qui ne sont pas forcément compatibles entre elles. La question se pose de manière particulièrement forte aux entreprises multinationales qui sont confrontées à une pluralité de cultures dans lesquelles les mêmes termes d'« éthique » ou de « responsable » ne se réfèrent pas aux mêmes contenus et ne véhiculent pas les mêmes attentes en ce qui concerne le comportement des entreprises. Techniquement, pour sortir de la cacophonie et donc donner plus d'efficacité à la pression de l'investissement responsable, il suffirait de standardiser les attentes et promouvoir l'apparition de nouveaux acteurs qui – à l'instar des grandes agences de notation financière – prendraient le rôle de porte-parole des investisseurs responsables, voire de la société civile dans son ensemble, auprès des entreprises cotées. Cependant, cette évolution technique, dont les prémices sont visibles aujourd'hui repose sur l'hypothèse non seulement de l'existence de valeurs éthiques universelles, mais encore de la possibilité de formuler des pratiques éthiques d'entreprise qui seraient universellement valables. Avant de la considérer comme vérifiée, cette hypothèse nécessite un débat de fond. Faire l'économie de cette démonstration, c'est prendre le risque de voir l'investissement responsable faire le jeu d'une idéologie, certes généreuse, mais potentiellement totalisante que fait craindre la prétention de certaines parties de l'univers de l'investissement responsable à « énoncer le bien commun » et à l'imposer aux entreprises.

L'investisseur responsable qui a opté pour les placements en bourse, est en fait moins libre de ses choix qu'il n'y paraît à première vue. En effet, à l'instar de la dialectique du maître et de l'esclave, aucun des deux ne peut se passer de l'autre. Cette situation limite sérieusement la marge de manœuvre en matière d'éthique car l'investisseur est tributaire du marché. Dans ce contexte, le dialogue constructif - et non le rapport de force - avec les entreprises serait la seule voie praticable pour que les convictions éthiques se reportent sur le comportement. Les entreprises semblent avoir compris le message et tentent de reprendre l'initiative. Plutôt que d'attendre que des opérateurs externes viennent leur donner des leçons, elles multiplient les initiatives, les codes et les labels de l'entreprise citoyenne ou de Corporate Social Responsibility. Elles vont plus loin en élaborant des méthodes (demain des standards) en matière de rapports et d'information sur la dimension environnementale et sociétale de leur activité. Sous réserve de vérification plus attentive du contenu de ces initiatives et de leur portée effective au-delà du simple effet d'annonce, tendanciellement elles viennent renforcer l'efficacité de l'investissement responsable. Cependant, le prix à payer pour ce gain d'efficacité est le

risque de voir la préoccupation éthique se standardiser et se réduire à quelques ratios abscons.

Ce document montre à l'évidence que la démarche « responsable » est laborieuse et que l'investissement responsable ne fait pas exception à la règle. Il montre que la pratique responsable de l'investissement exige de garder présent à l'esprit de nombreuses questions dont seulement un petit nombre peut recevoir des réponses techniques. Pour ce qui est des questions les plus fondamentales, aucun « prêt-à-porter » ne saurait y fournir de réponse définitive. Par conséquent, tous ceux qui cherchent à investir de manière responsable sont tenus à la persévérance tant il est vrai que la formule de l'investissement responsable dont nous pourrions nous prévaloir reste à venir.