



FINANCE ET ÉTHIQUE : LA RÉCONCILIATION ?

CAROLINE MARIE-JEANNE *

Les consommateurs-citoyens réagissent de plus en plus violemment aux différentes crises sanitaires (encéphalite spongiforme bovine, listériose), sociales (travail des enfants) ou environnementales (pollution, réchauffement de la planète). On observe ainsi une poussée générale de la demande sécuritaire qui exige, de façon toujours plus pressante, la minimisation, voire l'annulation de tous les risques, ou du moins de ceux que l'individu n'aurait pas décidés lui-même d'encourir.

Aussi les entreprises doivent-elles adapter leur offre, appréhender ces nouveaux risques et anticiper les évolutions des systèmes juridiques induites par l'attitude des consommateurs et par le développement du principe de précaution¹ depuis la conférence de Rio.

On demande donc toujours plus aux entreprises : créer ou maintenir des emplois, être socialement responsables (les chartes et autres codes éthiques se multiplient), ne pas polluer l'environnement et vendre des produits de qualité à des prix défiant toute concurrence, mais ne pas les faire fabriquer par les enfants du tiers-monde. Elles sont désormais tenues d'obtenir une bonne notation sociale et, parallèlement, de continuer à bénéficier d'une excellente cotation boursière.

Mais ces deux variables « performance sociale ou éthique » et « performance financière de l'entreprise » sont-elles positivement corrélées ?

Sur le plan empirique, les recherches développées aux États-Unis dégagent des résultats mixtes malgré une tendance à pencher en faveur de l'existence d'une corrélation positive entre performance sociale et performance financière. Cette diversité des résultats s'explique par les ambiguïtés conceptuelles et méthodologiques, la performance sociale étant un concept complexe et multidimensionnel.

* Maître de conférence à l'Université d'Angers, membre du LARGO (Laboratoire angevin de recherche en gestion des organisations).



Sur le plan théorique, les études menées outre-Atlantique sont décevantes également et ne permettent pas de conclure quant à l'existence d'une relation stable et générale entre performance sociétale et performance financière.

Le problème de l'existence d'un lien entre ces deux variables peut paraître, à première vue, surprenant dans la mesure où l'on oppose habituellement les *stakeholders* ou « parties prenantes² » aux *shareholders* ou actionnaires qui ont la réputation de privilégier la création de valeur et les stratégies à court terme. Mais comme l'explique Michel Albouy³, « ce n'est pas parce que le marché réagit, éventuellement fortement à l'annonce d'une information (interne ou externe à l'entreprise) qu'il est forcément myope ». Cette réaction du marché s'explique par la révision des anticipations initiales. La gestion est, elle, à long terme dans la mesure où l'approche fondamentale d'évaluation des actifs financiers consiste à actualiser les flux de fonds futurs anticipés sur un titre, compte tenu du risque qui lui est associé.

Par ailleurs, la maximisation de la richesse des actionnaires à long terme n'est pas contradictoire avec la satisfaction des autres partenaires. Et les stratégies basées sur un avantage concurrentiel durable ne sont - elles pas celles qui créent le plus de valeur pour l'actionnaire, sachant que la construction de cet avantage compétitif implique de multiples acteurs (clients, salariés) dont les demandes dépassent de plus en plus le cadre strictement marchand ?

On observe ainsi, actuellement, de nouvelles prises en compte des performances sociétales des entreprises pour l'estimation des *cash-flows* à venir (entreprise durable), voire pour l'investissement financier (fonds éthiques).

Il s'agit donc, dans cette contribution, de réconcilier la finance et l'éthique.

Nous montrerons, dans une première partie, que l'on ne doit pas opposer l'éthique (ou l'intérêt sociétal) et l'intérêt des actionnaires, dans la mesure où une gestion éthique peut générer une baisse du coût du risque. L'impact positif sur le bénéfice net annuel de la firme qui en résulte peut se traduire par une augmentation du cours de l'action et donc de la richesse des actionnaires, comme nous le verrons dans la deuxième partie. Enfin, nous étudierons, dans la troisième partie, la dyade éthique-actionnaire à travers le cas particulier de l'intérêt financier des fonds éthiques, dont l'essor est récent.

IMPACT DE L'ÉTHIQUE SUR LE COÛT DU RISQUE

Si le développement éthique a, certes, un coût pour l'entreprise, il s'agit également et simultanément de considérer les gains qu'il



génère, notamment en diminuant le coût des risques juridiques et environnementaux.

Le risque juridique

Le risque juridique est lié à l'existence d'un contentieux judiciaire ou administratif, essentiellement dû à la mise en cause d'une responsabilité civile ou même pénale.

Or, les dirigeants sont incriminés de façon croissante au titre des activités de leur entreprise par le biais du droit pénal de la consommation, du droit pénal de l'environnement (qui protège l'espace naturel) et du droit pénal financier (qui protège l'espace du marché). L'incidence peut être directe sur la gestion des sociétés lorsque le chef d'entreprise est privé de sa liberté ou lorsqu'il est mis en examen.

Afin de diminuer ces risques juridiques, les « codes de conduite » se développent. Ils sont rédigés volontairement par les sociétés, dans le but d'influer les comportements au sein de l'entreprise dans son propre intérêt. Ainsi, en matière de lutte contre la corruption, les entreprises déploient de nombreux efforts en ce qui concerne les cadeaux. Selon l'OCDE, 58,9 % des codes interdisent aux salariés d'offrir des pots-de-vin à des agents privés et 53,6 % interdisent aux salariés de solliciter des pots-de-vin auprès d'agents privés.

En matière de responsabilité, le droit va relativement loin puisque le délit de mise en danger d'autrui (article 223-1 du Code pénal) « pourrait, selon certains, aller jusqu'à s'appliquer aux situations de risques industriels non-avérés [...]. Peu importe que l'atteinte à la vie ou l'intégrité de la personne se soit réalisée pour que le délit soit caractérisé », selon Delahousse, Dircks-Dilly et Kromarek⁴. Par ailleurs, les magistrats ont tendance à invoquer toujours davantage la responsabilité pénale de la personne morale, donc de l'entreprise, ce qui permet de frapper d'amendes parfois considérables cette personne juridique qui a la capacité financière de les payer, en ayant accès au patrimoine de l'entreprise plutôt qu'à celui, généralement plus réduit, du chef d'entreprise.

C'est le cas, par exemple en 2002, du groupe Lafarge qui a été condamné par la Commission européenne à une amende d'un quart de milliard d'euros pour une infraction aux règles de concurrence locale commise 10 ans auparavant par une filiale allemande acquise récemment.

Parallèlement à ces évolutions des comportements juridiques, les lois vont continuer à se durcir dans le sens du renforcement de la protection de l'environnement par le droit pénal. L'impulsion a été donnée lors du colloque mondial des juges à Johannesburg sur le développement durable. À son issue, le 20 août 2002, les juges ont, en effet, adopté la déclaration suivante :



« Nous croyons fermement qu'il est impératif et urgent de doter de plus grands moyens les juges, les procureurs, les législateurs et toutes les personnes jouant un rôle déterminant au niveau national dans l'application, le développement et l'exécution du droit de l'environnement, y compris les accords multilatéraux sur l'environnement, par le biais notamment du processus juridictionnel ».

Le risque environnemental

La réglementation environnementale, de plus en plus sévère, génère donc des coûts juridiques mais également des coûts de réparation. En effet, en application du principe du pollueur-payeur, c'est l'exploitant qui supporte la charge de remise en état du milieu (« réempoissonnement » de cours d'eaux) ou de solutions de correction (fermeture ou déplacement d'une installation). En ce domaine, les incertitudes sont sources de risques pour la banque de l'exploitant et sources d'augmentation des primes annuelles des assurances qui prennent en charge les dommages en cas d'accident et de pollution accidentelle.

Les coûts liés à l'environnement peuvent également résulter de la fermeture de l'entreprise dans la mesure où la réglementation sur les Installations classées pour la protection de l'environnement (ICPE) permet au Préfet un très large éventail d'interventions, comme notamment la suspension d'une activité précédemment autorisée ou déclarée⁵.

Par une gestion écologique, l'entreprise peut, non seulement éviter les coûts directs environnementaux, mais encore générer des gains de coûts en réduisant l'usage d'énergie et de matières premières, comme l'illustre le cas de l'entreprise Danone avec son programme « usines sobres ». Amorcé en 1995, ce plan vise à réduire les consommations d'eau et d'énergie et la production de déchets. Il répond à la volonté du Groupe de promouvoir un mode de fonctionnement économe et durable, en s'astreignant à n'utiliser que les ressources strictement indispensables à son activité. Les indicateurs publiés dans le « Rapport 2002 - Responsabilité sociale⁶ » du groupe Danone montrent qu'entre 2000 et 2002 la production d'aliments a augmenté de 44 % tandis que la consommation d'eau et d'énergie n'a pas bougé.

La prise en compte de l'environnement peut être stratégique également en procurant l'amélioration de l'image de marque de l'entreprise, le développement de son chiffre d'affaires en produits verts, l'obtention plus facilement par l'État ou les collectivités publiques de subventions (affectées à un équipement déterminé), ainsi qu'en rassurant les actionnaires quant aux risques juridiques et en permettant d'obtenir des frais d'assurance et des frais bancaires (de crédit notamment) moindres.



En effet, la jurisprudence américaine a retenu la responsabilité d'une banque ayant financé une entreprise polluante⁷. Les établissements de crédit se retrouvent donc concernés plus ou moins indirectement par les risques techniques auxquels leurs clients sont confrontés. On observe ainsi, actuellement, une prise de conscience des risques que les établissements de crédit peuvent encourir en finançant, voire en garantissant des entreprises potentiellement polluantes. Les événements récents (le naufrage de l'Erika en 1999, le Prestige en 2002, AZF à Toulouse en 2001), mais aussi la nouvelle recommandation de la Commission des opérations de Bourse⁸ (COB), du 17 janvier 2003, sur les risques à détailler par les sociétés cotées pour une plus grande transparence, ne peuvent qu'accroître cette prise de conscience.

Mais « considérer les banquiers comme des 'gardiens de l'environnement' pourrait conduire les banques à se retirer de pans entiers de l'économie, et à tout le moins renchérir considérablement le coût du crédit », remarquent Delahousse, Dircks-Dilly et Kromarek.

Enfin, la prise en compte de l'environnement peut permettre d'obtenir un avantage concurrentiel. Ainsi, certaines entreprises adoptent volontairement une stratégie de certification puis exigent de leurs fournisseurs qu'ils répondent aux mêmes normes optimales afin, par des actions de *lobbying*, de modifier ensuite la réglementation du secteur et d'avoir un avantage notoire. C'est le cas notamment du pot catalytique, qui était à l'origine une solution optimale pour les industriels allemands, mais sous-optimale pour PSA Peugeot-Citroën, Renault ou Fiat à qui ils l'ont imposé.

Une stratégie sociétale peut donc avoir un impact positif sur le profit grâce à l'avantage concurrentiel durable qu'elle génère en privilégiant des domaines qui sont au cœur de la réflexion en management stratégique.

Réduire les coûts occasionnés par la survenue de sanctions de la part de la clientèle, par le *boycott*, par la déroute boursière ou par les peines juridiques est actuellement au centre des préoccupations des groupes multinationaux. Ils s'efforcent d'intégrer dans leur stratégie d'entreprise le concept de développement durable⁹ en analysant, grâce à l'aide de cabinets d'audit spécialisés, les critères suivants : la conduite des affaires, les droits de l'homme et droits sociaux, l'environnement et l'entreprise citoyenne. Chacun d'eux est accompagné d'indicateurs adaptés qui conduisent à une évaluation. Pour chacun des risques identifiés, les entreprises adoptent alors des stratégies conciliant résultats et éthique.

Une anticipation des nouveaux risques est donc nécessaire et permet, en évitant les situations de crise, d'avoir un impact positif sur le bénéfice de la firme, dont les conséquences pour l'actionnaire sont analysées ci-après.



IMPACT DE L'ÉTHIQUE SUR LE BÉNÉFICE NET ANNUEL DE LA FIRME

Après l'étude des aspects juridiques et stratégiques de l'éthique dans la première partie, nous allons nous intéresser ici, plus particulièrement, aux aspects quantitatifs : comptables, fiscaux et financiers.

La présentation des données environnementales : un nouveau défi pour le directeur financier

Sous les pressions sociétales, les entreprises ont cherché à élaborer des outils et des méthodes susceptibles d'incorporer une dimension écologique à leur prise de décision et à leur communication externe. Cela a notamment donné naissance à la comptabilité environnementale, déjà pratiquée par de nombreuses entreprises, et fondée sur l'évaluation monétaire des dommages causés à l'environnement par l'entreprise du fait de l'activité économique.

Mais ces initiatives restaient facultatives et isolées jusqu'à la décision récente de l'État d'augmenter le niveau de transparence et de divulgation, par les entreprises, d'informations en rapport avec les enjeux du développement durable. Désormais, la loi Nouvelles régulations économiques (NRE)¹⁰, par l'article 116, oblige les entreprises cotées à publier, pour les exercices ouverts à partir du 1^{er} janvier 2002, une information « sur la manière dont la société prend en compte les conséquences sociales et environnementales de son activité ».

Dans la mesure où les premiers rapports ont été publiés en 2003, Madame la Secrétaire d'État au développement durable a annoncé, le 18 septembre dernier, qu'elle vient « de confier une mission d'évaluation de la loi NRE et plus particulièrement d'analyse des rapports développement durable des 950 entreprises cotées en France. Cette mission, dont les conclusions sont attendues pour la fin d'année, a été confiée à trois associations, ORSE, EPE et OREE ».

Pour sa part, la COB vient de publier en janvier 2003 une très étonnante « recommandation »¹¹ dans laquelle elle invite les émetteurs « à détailler les risques significatifs industriels et environnementaux auxquels ils sont exposés », ces risques se focalisant sur « les éléments significatifs susceptibles d'avoir un impact sur le patrimoine ou sur les résultats de la société et donc sur son cours de Bourse ».

Le droit fiscal incitateur d'actions sociétales

Si la comptabilité va, sous l'impulsion de ces nouvelles recommandations, commencer à tenir compte des aspects environnementaux, le droit fiscal tend déjà actuellement à favoriser les choix de protection de l'environnement des entreprises par le biais des amortissements dérogatoires, des déductions fiscales ou, à l'inverse, des taxes.



L'amortissement dérogatoire est ainsi une mesure fiscale d'aide à l'investissement par la création d'un avantage de trésorerie. Ce type d'amortissement concerne notamment les matériels destinés à économiser l'énergie, les immeubles antipollution, les matériels destinés à lutter contre le bruit et enfin les véhicules électriques et autres véhicules non polluants.

Par ailleurs, la fiscalité favorise les actions solidaires (aide aux plus démunis, aux organisations caritatives, aux organisations humanitaires et aux projets sociaux) et interdit, en revanche, le financement des partis politiques et des campagnes électorales par les entreprises.

Ainsi, dans le cadre de l'impôt sur les sociétés, les dons consentis par les entreprises à des œuvres d'intérêt général reconnues ou non d'utilité publique (à caractère social, humanitaire, de défense de l'environnement naturel) sont déductibles du résultat comptable pour déterminer le résultat imposable, et cela dans la limite globale de 3,25 % du chiffre d'affaires hors TVA.

Dans le cadre de l'impôt sur le revenu, les dons permettent également d'obtenir une réduction d'impôt de 60 %¹² ou de 50 % de leur montant. Ce dispositif bénéficie d'ailleurs aux « fonds de partage ». Dans ces fonds financiers, le souscripteur accepte de rétrocéder généralement la moitié des revenus auxquels il pourrait normalement prétendre à une association humanitaire associée à l'OPCVM. En contrepartie, le souscripteur dispose d'une réduction d'impôt sur le revenu égale à 60 % ou 50 % des fonds rétrocédés.

La fiscalité peut donc être mise au service de préoccupations diverses et est loin d'être toujours neutre. Il est aisé de relever dans notre cas des préoccupations à la fois sociales, environnementales et énergétiques. Ces incitations fiscales devraient se multiplier, selon la secrétaire d'État au développement durable, qui vient de faire l'affirmation suivante : « Nous comptons ainsi développer pour les consommateurs une offre large d'écolabels d'ici fin 2004. Une véritable fiscalité environnementale, plus cohérente et plus lisible, sera également mise en place pour 2005. Le nouveau Code des marchés publics intégrera des critères développement durable ». Et elle poursuit : « nous souhaitons prendre en compte les objectifs du développement durable dans le système fiscal dès 2005. Nous pouvons ainsi étudier des incitations fiscales en faveur de la RSE (responsabilité sociale et environnementale) et de l'ISR (investissement socialement responsable), par exemple sur des produits d'épargne ».

Conséquences financières d'une gestion éthique

Nous avons vu qu'un comportement éthique peut éviter, par l'anticipation des risques et la limitation des situations de crise, un impact négatif sur le profit. Il peut, en outre, par une bonne gestion, entraîner

un accroissement du bénéfice de la firme à court, moyen et long terme grâce à la stratégie ou à la fiscalité. En faisant l'hypothèse que la politique de dividende est une politique de participation directe¹³, on a alors la formule suivante mettant en évidence le lien entre le dividende et le bénéfice :

$$DPA_t = b \times BPA_t \quad (1)$$

avec

DPA_t le dividende par action servi à la date t ,

BPA_t le bénéfice par action à la date t et

b une constante.

Selon la formule (1), l'augmentation du bénéfice entraîne une augmentation mathématique du dividende. On peut alors étudier l'impact de cet accroissement sur la valeur de l'action en utilisant les notations suivantes :

k le taux de rentabilité, constant à l'infini, exigé par le marché,

DPA_t les anticipations du dividende futur et

P_0 la valeur actuelle de l'action.

Comme la valeur de l'action est égale à la somme actualisée à l'infini des dividendes, on a le résultat suivant bien connu de la théorie financière qui permet d'estimer la valeur actuelle de l'action :

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DPA_t}{(1+k)^t}$$

À partir de cette formule, il est aisé de voir qu'une augmentation du montant anticipé du bénéfice et donc, selon notre hypothèse, du dividende futur va entraîner une augmentation simultanée de la valeur de l'action à la date actuelle (P_0). L'actualisation des revenus futurs met bien en évidence un intérêt immédiat pour l'actionnaire d'une gestion éthique, même lorsque les effets de celle-là sur le bénéfice n'interviennent qu'à moyen et long terme.

Certes, d'aucuns avancent que la recherche d'une meilleure performance sociétale génère des coûts et des investissements qui peuvent être à la source d'un désavantage compétitif pour l'entreprise, par rapport à des firmes moins « socialement responsables ».

Mais, nous venons de montrer comment la gestion éthique pouvait être source également de diminution de certains coûts et entraîner une augmentation mathématique du bénéfice après impôt de la firme et donc une augmentation du cours de l'action, d'où l'intérêt pour les actionnaires.

Notre résultat est cohérent avec la théorie des parties prenantes (ou *stakeholder management*) et l'affirmation selon laquelle une entreprise



qui satisfait l'ensemble de ses *stakeholders* doit permettre de dégager une meilleure performance financière.

Le lien entre performance financière et performance éthique peut également être éclairé par l'analyse des fonds éthiques que nous allons faire dans la troisième partie.

INTÉRÊT FINANCIER DES FONDS ÉTHIQUES

Après un rappel succinct sur le développement des fonds éthiques, nous présenterons les performances boursières des indices éthiques, puis nous verrons comment ce type de gestion peut avoir un impact sur le couple rentabilité-risque.

Bref historique des fonds éthiques

Parallèlement à la gestion éthique de chaque entreprise, sur le plan financier on constate un développement de l'investissement socialement responsable. Les fonds éthiques sont composés d'actions et d'obligations sélectionnées à l'origine sur des critères d'exclusion (parmi les critères « éthiques », 96 % excluent totalement les firmes fabriquant ou vendant du tabac, 86 % le jeu, 83 % l'alcool, 81 % les armes, mais aussi 79 % refusent l'industrie nucléaire). La seconde génération de fonds éthiques, développés actuellement, sélectionne les sociétés selon des critères positifs de responsabilité sociale et/ou environnementale. Ces fonds prennent donc en compte d'autres facteurs que les seules performances économique et financière et partent du principe que la croissance économique n'offre des perspectives à long terme que si elle ne se fait pas aux dépens de l'homme ou de l'environnement. Or, privilégier les investissements rentables sur le long terme est l'orientation que, probablement, prendront les investisseurs institutionnels les plus attirés par les entreprises qui inscrivent leur développement dans la durée, d'où l'intérêt financier de ces nouveaux fonds.

En réalité, cette notion existe depuis 80 ans, le premier fonds éthique ayant été bâti en 1928 aux États-Unis pour la communauté quaker. L'investissement éthique s'est ensuite développé dans les années 1990 aux États-Unis où il représente aujourd'hui plus de 2 600 Md€, soit 13 % des actifs gérés professionnellement. Ce succès s'explique, d'une part par la préoccupation croissante des investisseurs pour les problèmes éthiques et, d'autre part par les performances obtenues par ces fonds.

En Europe, le phénomène, encore récent, n'atteint pas de telles proportions. Il apparaît plus important dans les pays de culture anglo-saxonne, notamment au Royaume-Uni (75 Md€ d'encours). Ailleurs en Europe, on observe d'importants écarts selon les pays :



prometteur en Espagne et en France où le mouvement commence à se répandre (800 Md€ d'encours), marginal dans plusieurs pays (Belgique, Pays-Bas, Danemark).

Performance boursière de l'investissement éthique

Aux États-Unis, les deux indices boursiers éthiques les plus reconnus sont l'indice, Citizens Index,¹⁴ et l'indice, Domini Social Index créé en 1986, et appelé également, Domini 400 parce qu'il comporte 400 valeurs dont près de 250 sociétés sont issues de l'indice Standard & Poor 500. Un troisième indice, appelé Good Money Industrial Average (GMIA) a été créé par un professeur de sociologie du Boston College pour effectuer des analyses scientifiques. Il est composé de 30 valeurs comme le Dow Jones.

En France, l'ARESE¹⁵, agence de notation sociale et environnementale des entreprises, a lancé ASPI (Arese Sustainable Performance Indexes) qui rend compte des performances boursières d'entreprises sélectionnées selon des critères de responsabilité sociale.

Afin d'analyser la performance boursière dans l'investissement éthique, on peut utiliser la gestion indicielle, qui reproduit au mieux le comportement d'un indice de référence, considéré comme offrant le meilleur couple rendement/risque. Il s'agit ensuite de comparer l'évolution de l'indice éthique et de l'indice de référence. Ce type d'étude a abouti aux résultats suivants.

« Depuis sa création, l'indice Domini 400 a réalisé une performance globale de 20,96 %, contre 18,92 % pour l'indice Standard & Poor's 500, soit un surcroît de performance de 2,02 % par an », rapporte Berthon¹⁶. Et il poursuit « en revanche, on notera avec intérêt que le risque mesuré par l'écart type des rentabilités de l'indice Domini est de 14,4 contre 13,31 pour l'indice de marché, ce qui montre que l'écart de risque est plus que largement compensé par l'écart de rémunération ».

Les données sont comparables pour l'indice GMIA et font apparaître un surcroît de performance sur 22 ans. L'indice GMIA a donc progressé de 14,7 % par an contre 10,6 % pour le Dow Jones Industrial Average (DJIA) avec un risque mesuré par la volatilité de 15,3 contre 13,7. Là encore, il est visible que le risque supplémentaire pris est largement rémunéré par le surcroît de performance.

Par ailleurs, toujours selon la même étude, la gestion active des nombreux¹⁷ fonds d'investissement qui existent aux États-Unis spécialisés dans la gestion éthique montre qu'en « moyenne les fonds éthiques se sont plutôt mieux comportés que les autres sur les périodes de 1 an, 3 ans, 5 ans et 10 ans ».

S'il est trop tôt pour tirer une conclusion en faveur des fonds éthiques, nous pouvons, en revanche, conclure que ce type de gestion ne semble

pas avoir systématiquement d'effet négatif sur les performances des portefeuilles, ce qui est déjà un facteur positif. Qui plus est, dans la mesure où ces fonds sont bien constitués, le risque du portefeuille est le même que pour un fonds classique. Les fonds éthiques permettent donc de concilier, pour les actionnaires, les aspects sociétaux et la performance boursière.

Titres éthiques et couple rentabilité-risque

Un des intérêts d'une gestion socialement responsable est la création de valeur qui peut en résulter. Ces entreprises ont, en effet, la faculté d'agir sur les variables internes de la création de valeur (voir 1^{ère} partie et 2^{ème} partie), comme le taux de croissance à moyen et long terme du bénéfice avant intérêt et impôt (EBIT), ainsi que sur les variables externes de la création de valeur, comme l'augmentation de la lisibilité de l'activité de la firme et le coût du capital. Ce coût du capital étant la somme pondérée du coût des fonds propres et du coût des dettes, on voit rapidement qu'un risque juridique ou environnemental faible permettra de négocier des prêts à taux moindre, d'où une baisse du coût du capital de l'entreprise.

Par ailleurs, le Modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF) permet d'analyser le coût du capital et stipule que l'espérance de rentabilité d'un actif financier attendue par les actionnaires, $E(R_i)$, est égale au taux d'intérêt sans risque (R_f) augmenté d'une prime de risque, elle-même proportionnelle au risque systématique de l'action (β_i) :

$$E(R_i) = R_f + [E(R_m) - R_f]\beta_i$$

où $E(R_m)$ représente le taux de rentabilité espéré du marché des actions.

Le coefficient de risque systématique (β_i) est égal à la covariance des taux de rentabilité de l'action avec ceux du marché [$\text{cov}(R_i, R_m)$] divisée par la variance des taux de rentabilité du marché [$\text{var}(R_m)$]:

$$\beta_i = \text{cov}(R_i, R_m) / \text{var}(R_m)$$

Ce coefficient (β_i) dépend du risque d'exploitation de l'entreprise et de son risque financier. Réduire le risque systématique revient donc à chercher à minimiser les coûts fixes (rendre la firme plus réactive) pour abaisser le risque d'exploitation et à diminuer l'endettement pour réduire le risque financier.

Ainsi, quand le risque de l'entreprise diminue, l'espérance de rentabilité de l'action attendue par les actionnaires augmente, d'où un impact positif sur le cours de l'action. Une politique éthique peut donc avoir un impact sur la prime de risque demandée par les investisseurs.



Doit-on, à l'instar d'Etchegoyen¹⁸, voir dans l'éthique « un peu de charme et de rêve, mais aussi les atouts de la publicité comparative. Le résultat recherché est clair : profit et fidélisation pour le vendeur, satisfaction pour le client. Dans la valse des éthiques, on entend une musique envoûtante : son air - comme rythme et apparence - semble moral ». Puis, cynique, il affirme « je risquerais volontiers une hypothèse : plus une entreprise parle d'éthique, moins elle en fait ; plus une entreprise se tait sur l'éthique, plus elle en fait. Plus une entreprise multiplie ses codes, chartes et tous autres modes d'affichage des valeurs, moins celles-ci sont crédibles. [...] L'excès de discours reflète toujours la carence des pratiques ».

Comme Caby¹⁹, nous pensons plutôt que, « ce développement durable a certes un contenu idéologique, mais il ne s'agit pas simplement de l'expression d'une idéologie béatifiante à la recherche d'une société idéale. C'est plutôt le fruit d'une conviction, celle que le respect de certaines valeurs morales se traduira à terme par une efficacité supérieure des entreprises, en particulier, et de la société en général ». Par ailleurs, comme nous l'avons montré, les critères éthiques sont indispensables à l'établissement d'un avantage concurrentiel durable par les entreprises. Le souci d'éthique rencontre donc aujourd'hui l'impératif d'efficacité économique.

L'éthique est donc, certes, un enjeu financier, mais pourquoi ne pas réconcilier les valeurs sociétales et la finance ?

On peut d'ailleurs également avancer l'hypothèse inverse selon laquelle c'est la performance financière qui est la condition d'obtention d'un niveau élevé de performance sociétale, une certaine performance financière étant nécessaire pour pouvoir développer un comportement d'entreprise citoyenne. Pourquoi donc dénigrer la finance alors qu'il existerait une synergie positive entre la performance sociétale et la performance financière avec un « cercle vertueux » ?

Ici, la finance devient indispensable à l'éthique.



NOTES

1. Ce principe, apparu en droit international en 1987 et affirmé dans la déclaration de Rio en 1992, qualifie toutes les actions qui peuvent présenter un risque, même hypothétique, pour l'avenir (pour l'environnement, la santé humaine, animale ou végétale). Sur le plan communautaire, dans un arrêt du 5 mai 1998 (CJCE, aff. C-157/96 et C-180/96), la Cour a estimé qu'il « doit être admis que, lorsque des incertitudes scientifiques subsistent quant à l'existence ou à la portée des risques pour la santé des personnes, les institutions peuvent prendre des mesures sans avoir à attendre que la réalité et la gravité de ces risques soient pleinement démontrées ».
2. Selon Freeman (1984), une partie prenante est un individu ou groupe d'individus qui peut affecter ou être affecté par la réalisation des objectifs organisationnels.
FREEMAN R.E., (1984), *Strategie Management : A Stakeholder Approach*, Pitman, Boston.
3. ALBOUY M., (1993), « La finance contre l'entreprise ? », *Revue française de gestion*, n° 93, pp. 29-38 ; mars-avril-mai.
4. DELAHOUSSE E., DIRCKS-DILLY A. et KROMAREK P., (2002), « Les risques bancaires liés à l'environnement », *Banque & Droit*, n° 81, janvier-février, p. 3-11.
5. J.-P. BOVIN, (1994), *Le droit des installations classées*, Ed. du Moniteur.
6. Récemment apparu, le principe de responsabilité sociale des entreprises (ou RSE) souligne que l'activité des firmes dépasse le cadre strict de sa production. Elle touche ainsi : la vie sociale (conditions de travail des collaborateurs, politiques d'information, de formation et de rémunération), la vie économique (relations commerciales avec les clients et les fournisseurs, comptes-rendus aux actionnaires), l'environnement (impact de l'entreprise sur son cadre) et enfin la vie civique (existence et qualité des relations avec la société civile et ses représentants : institutions publiques, associations, ONG).
7. L'arrêt Fleet Factors de 1990 (US V. Fleet Factors Corp., 901 F. 2d 1550 (11th Cir. 1990) a, sur la base de la législation dite « CERCLA » (Comprehensive Environmental Response Compensation and Liability Act) de 1980, retenu la responsabilité d'un prêteur, considéré comme ayant participé à la gestion de l'entreprise d'une manière telle qu'il avait été en mesure d'influencer la politique de traitement des déchets au sein de celle-ci.
8. COB, 17 janvier 2003, « Recommandations pour l'élaboration des documents de référence relatifs à l'exercice 2002 ».
9. Le concept de développement durable, à la fois politique, social et économique, est défini par l'Organisation des Nations unies (ONU) comme étant la « capacité des générations présentes à satisfaire leurs besoins sans compromettre l'aptitude des générations futures à couvrir leurs propres besoins ». En d'autres termes, les développements harmonieux de la société, de l'économie et de l'environnement sont étroitement liés. Cette prise de conscience a été officiellement entérinée par 182 pays au Sommet de la terre de Rio de Janeiro, en 1992.
10. Loi n°2001-40 du 15 mai 2001.
11. COB, 17 janvier 2003, « Recommandations pour l'élaboration des documents de référence relatifs à l'exercice 2002 ».
12. La réduction est de 60 %, dans la limite d'un plafond de 407 euros, s'il s'agit d'une association d'aide aux personnes en difficulté. Pour les autres organismes, la réduction est de 50 % dans la limite de 10 % du revenu imposable.
13. Notre hypothèse est discutable dans la mesure où l'on peut distinguer trois types de politiques de dividende :
 - la politique de participation directe dans laquelle les dividendes suivent directement les fluctuations des bénéfices ;
 - la politique de prudence ou de régularité dans laquelle les dividendes évoluent régulièrement dans le temps puisque la stabilité est appréciée par les actionnaires ;
 - la politique opportuniste dans laquelle les dividendes fluctuent en fonction des opportunités d'investissement de la firme.
14. Le « Citizens Index », créé en 1995, est composé de 300 valeurs à forte capitalisation.
15. En France, 350 entreprises, dont toutes les sociétés du SBF 120, sont notées sur leur comportement éthique depuis 1997 par l'Agence de rating social et environnemental sur les entreprises (ARESE). Les



gérants de fonds éthiques pondèrent ensuite les notes des 5 critères de l'ARESE : la gestion des ressources humaines, le respect de l'environnement, les relations clients / fournisseurs, la gouvernance d'entreprise et ses relations avec la société. Les analystes de l'ARESE procèdent à des enquêtes sur le terrain et étudient les rapports et bilans annuels afin d'attribuer des notes révélatrices du comportement éthique des entreprises.

16. BERTHON J., (2000), « Indices et performances boursières dans l'investissement éthique », *Revue d'économie financière*, n°56, p. 137-143.

17. En 1998, on comptait aux États-Unis 183 fonds gérés suivant des critères éthiques.

18. ETCHEGOYEN A., (1991), *La valse des éthiques*, Ed. François Bourin.

19. CABY J., (2002), « Investisseurs institutionnels et gouvernance de l'entreprise », *La Revue du Financier*, n° 133, p. 26-40.

