



**BANQUE  
ALTERNATIVE  
SUISSE**

Réellement différente.

**RÉSUMÉ EN  
FRANÇAIS**

**SÉRIE D'ÉTUDES RÉFLEXIONS**

# LA BOURSE OU L'ÉTHIQUE?



## RÉFLEXIONS SUR LES OPÉRATIONS EN BOURSE

Banque Alternative Suisse  
CRIC, association de promotion de l'éthique et de la durabilité dans les placements

Mai 2016

L'étude complète en allemand est téléchargeable en version PDF sur [www.abs.ch/reflexionen](http://www.abs.ch/reflexionen).  
Elle peut aussi être commandée en version imprimée.

# RÉSUMÉ DE L'ÉTUDE

La Banque Alternative Suisse (BAS) cultive le goût du débat et de la réflexion sur la spéculation. C'est pour cette raison qu'elle a commandé au Corporate Responsibility Interface Center (CRIC) une étude sur l'éthique en Bourse. Cette association de promotion de l'éthique et de la durabilité dans les placements a une grande expérience de l'analyse éthique boursière. L'étude du CRIC se divise en deux parties. La première partie décrit la Bourse de valeurs, dans le contexte du modèle économique standard et des conceptions normatives propres à l'économie. La deuxième partie est une analyse éthique du marché boursier dans les domaines posant des problèmes d'éthique, du point de vue du CRIC.

### **L'analyse économique**

La Bourse a pour fonction économique de mettre en relation des personnes à la recherche de capitaux avec des personnes qui en disposent, c'est-à-dire le capital et la production. Du fait des fonctions de transformation (transformation des tailles des lots, des délais, des risques) remplies par les Bourses, le marché boursier est essentiel pour les systèmes économiques orientés vers l'économie de marché. Dans la pensée économique, les Bourses entraînent une affectation optimale du capital dans les investissements avec la plus haute attente de rendement ajustée aux risques et l'utilisation la plus productive.

### **L'analyse éthique**

L'analyse économique est soumise à une réflexion sur cinq questions éthiques. Il est alors clair que, pour répondre aux demandes sur la légitimité du négoce boursier, une appréciation d'ordre purement économique ne suffit pas.

- (1) Dans le débat scientifique, l'accord règne généralement sur le fait que la gestion orientée vers l'économie de marché s'axe sur le critère de l'efficacité. C'est aussi vrai pour la Bourse en tant qu'institution. Au sens strict, la Bourse est efficace quand toutes les parties en présence sur le marché disposent de même façon de toutes les informations pertinentes et que la transparence est garantie. L'affectation est alors optimale. Dans le sens philosophique élargi, les Bourses sont efficaces lorsqu'elles contribuent à la bonne vie d'une société.
- (2) Pour calculer des prix justes sur le marché, il est essentiel que toutes les actrices boursières et tous les acteurs boursiers disposent des mêmes informations au même moment. Malgré tout, des asymétries d'information apparaissent, dont l'origine peut se situer dans l'action illégale et non éthique d'actrices boursières et d'acteurs boursiers. Dans la mesure où ils ne sont pas inhérents au système, les abus et les énergies criminelles de personnes isolées ne doivent pas remettre en cause la totalité du système. Sur le plan éthique, il faut néanmoins que suffisamment de mesures soient prises pour empêcher les prestataires financiers, par exemple, de commettre des irrégularités.

- (3) Y sont étroitement liées les manipulations du marché qui empêchent les formations de prix justes et efficaces. Les manipulations du marché peuvent nuire tant aux parties en présence sur le marché qu'à des économies entières. Mais les manipulations ne sont pas un problème spécifique aux Bourses: les incitations à profiter d'avantages indus se retrouvent presque partout.
- (4) Faut-il rejeter la spéculation? Les personnes qui spéculent ne touchent pas de revenus sans rien faire, comme le disent les critiques: elles mettent du capital à disposition et prennent des risques. La spéculation est à rejeter sur le plan moral lorsque les coûts de spéculations infructueuses sont répercutés sur des personnes n'ayant pas pris part à l'opération ou portent préjudice à des tiers par des changements de prix. Les conséquences de certaines spéculations légales peuvent ainsi nuire à l'intérêt collectif.
- (5) Par conséquent, l'équité de la répartition est la problématique centrale et est déterminante quant à la légitimité des opérations de Bourse. Il y a équité de répartition ex ante lorsque les chances et les possibilités de réalisation de bénéfices sont réparties de façon juste entre toutes les actrices et tous les acteurs qui participent au marché boursier. D'après l'équité de répartition ex post, le marché boursier n'obtient pas sa légitimation de lui-même, mais de sa contribution positive à la société en tant que tout. Effectivement, le marché boursier semble encourager les inégalités et les moins favorisés n'en profitent pas. Il est donc nécessaire que l'Etat, les entreprises et aussi les personnes qui participent au marché boursier contribuent à l'équité de répartition.

### **Recommandations pour davantage d'éthique**

A partir de cette analyse éthique, le CRIC recommande à toutes les actrices et à tous les acteurs en Bourse entre autres:

- de réfléchir à leur propre rôle dans le négoce boursier du point de vue éthique,
- de créer des possibilités pour permettre aux investisseuses et aux investisseurs plus petits et moins professionnels d'y participer,
- de former une conscience de coresponsabilité individuelle eu égard au système de négoce boursier.

# RÉPLIQUE DE LA BAS

La Banque Alternative Suisse (BAS) cultive le goût du débat et de la réflexion sur la spéculation. Nous nous sommes donné pour mission d'investir dans l'économie réelle en renonçant à la maximisation des bénéfices. L'introduction d'un service de gestion de fortune professionnelle s'est par exemple effectuée avec l'accompagnement critique de Christian Arnsperger, professeur à l'Université de Lausanne, qui est notre consultant scientifique externe. Dans son rapport d'éthique rédigé en 2014, l'organe externe de contrôle d'éthique de la BAS, en la personne d'Ulrich Thielemann, a également examiné notre activité de placement d'un œil critique. Nos discussions sur la spéculation nous ont conduits du thème de la spéculation à celui, plus général, de l'éthique boursière. Lors de sa réunion du 4 février 2015, la direction de la BAS a décidé de lancer une étude sur l'éthique dans le domaine des activités boursières qu'elle confierait à un organisme expert dans le domaine.

Le Corporate Responsibility Interface Center (CRIC) e. V. de Francfort-sur-le-Main a été chargé de soumettre la Bourse à une analyse éthique, sur la base de ses connaissances empiriques du secteur. Vaste, le thème a d'emblée été restreint à certains instruments de placement. Très peu utilisés par la BAS, et ce uniquement, pour se couvrir, les produits dérivés ont été exclus. Le CRIC n'avait pas pour ordre de se mettre à la place d'une banque à vocation sociale et écologique dans ses réflexions. C'est là plutôt le rôle de la présente réplique dont le but est d'évaluer d'un œil critique l'étude du CRIC du point de vue de la BAS et de nuancer ou compléter son contenu en conséquence.

Le CRIC divise son analyse et son appréciation en deux parties. Dans la première partie, l'analyse économique part d'une description de la Bourse de valeurs, dans le contexte du modèle économique standard et des conceptions normatives propres à l'économie. Dans la deuxième partie, l'étude procède à une analyse éthique du marché boursier dans les domaines posant des problèmes d'éthique, du point de vue du CRIC. Dans la mesure où la deuxième partie réfléchit sur la première, des affirmations reposant sur le répertoire standard économique peuvent être révisées dans le cadre de l'analyse éthique.

Dans notre réplique, nous nous concentrons sur les affirmations portant sur les thèmes suivants:

- l'affectation efficace des capitaux à la Bourse
- la prise en charge de risques ou la mise à disposition de capital
- la spéculation ou l'horizon de temps des opérations sur titres
- les aspects de l'équité de la répartition

Le défi, en matière d'analyse éthique de la Bourse, consiste entre autres à rattacher les problèmes éthiques aux éléments qui en sont à l'origine. Bon nombre des effets négatifs habituellement associés aux opérations de Bourse ont en réalité leur origine structurelle ailleurs. Des voix critiques établissent, par exemple, que les entreprises sont mises sous pression pour maximiser leurs bénéfices. Cette pression peut certainement être accrue par l'orientation sur les profits à court terme des investisseuses et des investisseurs. Mais, en fin de compte, elle est liée à l'économie de marché et à l'intensification de la concurrence du fait de la mondialisation. Quels sont donc les problèmes éthiques liés à l'origine à la Bourse de valeurs?

## **AFFECTATION EFFICACE ET PRISE EN CHARGE DE RISQUES**

Les Bourses ont comme fonction économique importante de veiller à optimiser l'affectation du capital, comme l'explique l'étude du CRIC. Les Bourses ne s'acquittent de cette tâche qu'avec de fortes distorsions. Une raison à cela se situe en dehors du système boursier, à savoir dans le mécanisme de formation des prix. Dans les économies de marché, l'équilibre entre l'offre et la demande s'effectue la plupart du temps par le prix. Mais le mécanisme du prix fonctionne souvent, si ce n'est systématiquement, de façon incomplète. Il existe des effets externes négatifs rarement pris en compte dans la formation des prix. On entend par ces effets externes négatifs les coûts que personne ne paie (suffisamment) pour utiliser des biens. La pollution de l'air et de l'eau peut être citée en exemple. Il s'agit là d'une forme de «défaillance du marché». Dans les secteurs d'activité où les coûts externes ne sont pas internalisés, la tendance est aux bénéfices trop élevés. L'appréciation des titres à la Bourse repose donc sur des informations fortement déformées et aboutit, de ce fait, à une affectation erronée de capital, du moins du point de vue socio-écologique. Un travail important dans l'analyse d'entreprises faite par les investisseuses et les investisseurs consiste à identifier les effets externes négatifs et à en tenir compte dans leur appréciation. L'objectif de placement des investisseuses et des investisseurs à vocation socio-écologique dépasse ainsi l'intérêt purement financier et constitue un correctif par rapport à la défaillance du marché et à la pure maximisation des profits.

La prise en charge de risques par les investisseuses et les investisseurs est un service rendu important dans une économie de marché capitaliste. Ce point de l'analyse économique est un fait établi important. Toutefois, nous tenons à apporter ici une précision au texte du CRIC: «... le service ... consiste dans le fait que les investisseuses et les investisseurs mettent leur capital à disposition et prennent en charge un risque.» Sur un marché secondaire, les investisseuses et les investisseurs ne mettent pas leur capital à la disposition d'une entreprise, mais de personnes qui vendent une action. Toutefois, ils influencent indirectement les conditions de refinancement d'entreprises en permettant à une société, par l'achat de titres, d'obtenir du futur capital propre à prix relativement «avantageux». Cette différence entre l'influence directe (marché primaire) et indirecte (marché secondaire) nous paraît donc importante car les promoteurs de placements éthiques font souvent croire que les investisseuses et les investisseurs produisent directement une bonne action - si l'on exclut en ce point les droits exercés en tant qu'actionnaires.

## **SPÉCULATION**

Parlons à présent spéculation. Dans le langage populaire, la spéculation est un terme à forte connotation négative. Quand la critique porte sur la spéculation en Bourses de valeurs, elle concerne, d'une part, la formation de bulles, loin des évolutions de l'économie réelle et, d'autre part, l'orientation sur le rendement à court terme.

### **1. Court-termisme**

Tandis que le CRIC renvoie en fait aux conséquences économiques et sociales négatives de la formation de bulles, l'horizon de temps des investisseuses et des investisseurs ne semble pas jouer de rôle dans l'analyse du CRIC. Le court-termisme, pourrait-on penser, n'est pas à blâmer sur le plan moral. Vraiment?

Nous identifions à ce niveau un conflit d'intérêts pour les investisseuses et les investisseurs à vocation socio-écologique. Des actions donnent à leurs détentrices et détenteurs des droits de participation. Comme dans une démocratie directe, nous jugeons qu'il est bon d'exercer ces droits et de s'engager auprès des entreprises chez qui l'on a investi (dialogue avec l'entreprise) afin de rectifier les dysfonctionnements identifiés. Ceci manifeste un intérêt porté au placement concerné qui va au-delà de l'intégration des critères éthiques, sociaux et écologiques dans l'analyse de l'entreprise. C'est un attribut de différenciation essentiel par rapport au type d'investisseurs qui se concentrent uniquement sur l'aspect financier.

Nous y voyons aussi un avantage trop rarement souligné des marchés secondaires: eux seuls permettent d'influencer largement la politique de l'entreprise et ouvrent aux investisseuses et aux investisseurs des possibilités d'action. C'est important notamment parce que nous devrions toujours garder en mémoire que les règlements-cadres mondiaux, par exemple sur la préservation des standards sociaux et écologiques, sont incomplets et que les règles nationales peuvent être contournées à l'échelle du globe. Dialoguer avec l'entreprise prend néanmoins du temps, ce qui peut entrer en concurrence avec l'objectif permanent de maintenir la valeur de la fortune investie: le désir d'engranger directement des bénéfices l'emporte le plus souvent sur la disponibilité à s'engager dans une participation fastidieuse sur le long terme. Avec un horizon sur le court terme, les investisseuses et les investisseurs ne font plus usage de leurs droits d'actionnaire et la contribution active au changement revendiquée ne peut que passer à l'arrière-plan. A ceci s'ajoute le fait que des actrices et des acteurs des marchés financiers orientés en masse sur le court terme peuvent inciter la direction de l'entreprise à réduire son horizon de temps au détriment d'engagements sociaux et écologiques.

## **2. Préjudice porté aux personnes non-participantes**

Nous nous rallions au CRIC lorsqu'il explique que les spéculations boursières sont à réprover moralement notamment lorsqu'elles portent préjudice à des personnes ou des populations qui n'y participent pas. C'est le cas, mais pas seulement, lorsque des bulles spéculatives éclatent et perturbent les marchés financiers et, suite à cela, l'économie réelle.

Mais la privatisation des bénéfices et la socialisation des pertes ne sont pas le propre des Bourses. Cette forme de discrimination peut aussi apparaître dans des entreprises non cotées. Nous jugeons comme non praticable ou comme ouvrant la voie à trop d'interprétations possibles la règle générale énoncée par le CRIC, selon laquelle la spéculation est admissible sur le plan moral si les spéculatrices et les spéculateurs supportent eux-mêmes les coûts d'une spéculation infructueuse, qui ne sont donc pas répercutés sur des personnes non-participantes. Si l'on entend par «coûts» au sens strict la seule perte purement financière liée à l'investissement même, la règle reste vraie et la spéculation ne pose pas problème. Si «coûts», dans un sens beaucoup plus large, fait référence aux conséquences négatives infligées aux personnes non-participantes à la Bourse, quasiment toute forme de spéculation est alors à réprover, notamment par rapport à la tendance à la formation de bulles sur les marchés des titres. Car les bulles n'éclatent jamais sans conséquences sur des tiers. En outre, nous doutons du fait que le problème ne se limite qu'aux spéculations «non fructueuses», car les spéculations «fructueuses» (c.-à-d. avec la réalisation des bénéfices escomptés) peuvent elles aussi avoir des conséquences sociales et écologiques négatives, par exemple dans le cas d'une pollution de l'environnement ou de licenciements non justifiés par la santé de l'entreprise.



## UNE JUSTE DISTRIBUTION

Les opérations de Bourse sont légitimées, comme l'établit le CRIC à juste titre, à notre avis, par leur contribution positive à la société en tant que tout. Mais la question n'est pas uniquement que les bénéfices obtenus soient distribués de façon équitable entre les actrices, les acteurs et les groupes d'acteurs qui ont participé à l'opération de Bourse, mais que les effets positifs et négatifs retombent de façon juste sur toutes les personnes concernées par ces effets. Ceci signifie que nous devons élargir le champ d'attention des participants directs à l'opération de Bourse et bien peser le pour et le contre.

D'après l'étude du CRIC, les effets négatifs pourraient être diminués en permettant aux groupes désavantagés, en matière de fortune et d'informations, de participer aux évolutions des bénéfices positifs de façon responsable. Ceci diversifierait, tel est l'argument avancé, les revenus obtenus par les couches de population faibles sur le plan économique. Mais comment peser le pour et le contre dans le contexte des dommages économiques liés à l'éclatement de bulles? Les effets positifs décrits des Bourses l'emportent-ils sur les dommages causés? Dans son cadre, la présente étude ne peut pas répondre à cette question. Mais nous nous rallions à l'idée qu'il faudrait créer un équilibre social par le biais de mécanismes de redistribution étatiques au moyen d'une imposition efficace des bénéfices boursiers. Reste à savoir si une telle imposition ne peut être efficace qu'en restant faible, de façon à ne pas inciter les investisseuses et les investisseurs à placer leur argent ailleurs. Les investisseuses et les investisseurs à vocation socio-écologique approuveraient sans doute une imposition supérieure, d'autant plus que, personnellement, leurs stratégies d'investissement reposent sur des considérations d'équité sociale. De ce fait, si une telle imposition est introduite, davantage de placements boursiers socio-écologiques pourraient conduire à davantage d'équité sociale que ceci est le cas dans un univers de placement conventionnel.

## RECOMMANDATIONS

Dans la présente étude, le CRIC ébauche différents conseils relativement généraux. Nous nous y rallions.

Au niveau méso, on pourrait rajouter que les Bourses pourraient jouer un rôle plus actif en exigeant plus de transparence sur les aspects sociaux et écologiques des activités des entreprises, comme c'est déjà le cas dans différentes Bourses, notamment des pays émergents. Nous sommes également d'avis que la base empirique est encore insuffisante pour pouvoir affirmer que les placements éthiques ont un effet positif sur les entreprises. Nous trouverions intéressant d'imaginer un monde hypothétique sans marchés secondaires et de nous demander lequel des deux mondes - l'actuel ou l'imaginaire - contribuerait le mieux à une économie de post-croissance<sup>1</sup>.

Au niveau micro, nous reconnaissons l'encouragement de la réflexion éthique comme une tâche importante. Nous considérons la présente étude comme une contribution qui encourage la confrontation critique avec les marchés financiers et le rôle des placements éthiques. Nous voulons donner à la BAS une voix audible dans ce débat.

---

<sup>1</sup> On appelle économie de post-croissance une économie qui, sans croissance de son produit intérieur brut, dispose tout de même de structures solides. Ceci s'accompagne toutefois d'un niveau de consommation comparativement réduit.



Réellement différente.

Alternative Bank Schweiz AG  
Amthausquai 21  
Postfach  
4601 Olten  
T 062 206 16 16  
F 062 206 16 17  
contact@abs.ch  
www.abs.ch

Alternative Bank Schweiz AG  
Beratungszentrum Zürich  
Kalkbreitestrasse 10  
Postfach  
8036 Zürich  
T 044 279 72 00  
F 044 279 72 09  
zuerich@abs.ch  
www.abs.ch

Unsere Öffnungszeiten finden Sie  
auf [www.abs.ch](http://www.abs.ch)

Banque Alternative Suisse SA  
Rue du Port-Franc 11  
Case postale 161  
1001 Lausanne  
T 021 319 91 00  
F 021 319 91 09  
contact@bas.ch  
www.bas.ch

Banque Alternative Suisse SA  
Bureau genevois d'information  
Rue de Berne 10  
1201 Genève  
T 022 800 17 15  
F 022 800 17 12  
geneve@bas.ch  
www.bas.ch

Vous trouverez nos heures d'ouvertures  
sur [www.bas.ch](http://www.bas.ch)