

# L'INTEGRATION DES CRITERES SOCIAUX ET ECOLOGIQUES DANS LA POLITIQUE D'INVESTISSEMENT DES CAISSES DE PENSION EN SUISSE

Daniel Oesch<sup>12</sup>

## *1. Introduction*

Derrière les façades modestes de la prévoyance professionnelle suisse se cachent des géants : en 1998, les caisses de pension gèrent une fortune qui s'élève à 428 milliards de francs, représentant l'équivalent de 110% du PIB de la Suisse. Si l'on se concentre uniquement sur les avoirs détenus sous forme d'actions, on obtient 108 milliards dont 64 investis en Suisse (OFS, 2000). Les caisses de pension possèdent ainsi environ 7% de la capitalisation boursière suisse – une sous-estimation car ces chiffres, datant de 1998, doivent être revus à la hausse d'environ 20% pour refléter la situation en 2000.

La réflexion de cet article part de ces statistiques pour s'interroger sur les critères qui régissent l'investissement de ces avoirs. Il s'intéresse plus particulièrement aux raisons expliquant pourquoi une majorité de caisses est encore peu réceptive à l'idée d'intégrer des critères sociaux et écologiques dans les décisions de placement, révélant en la matière un conflit entre le rendement et les aspects non financiers. Cette contribution s'appuie d'une part sur une vingtaine d'interviews, avec des gestionnaires de caisses et des experts de la prévoyance professionnelle, et d'autre part sur un tour d'horizon de la littérature spécialisée.

Avant d'analyser les liens théoriques et empiriques entre la performance et « l'éthique », nous passons brièvement en revue les critères d'investissement des caisses de pension et les facteurs auxquels peut être reliée la prise en compte de considérations sociales et/ou écologiques dans les décisions de placement des caisses.

---

<sup>1</sup> Département de science politique, Université de Genève

<sup>2</sup> Cet article fait partie d'un projet dirigé par Hanspeter Kriesi. Je lui remercie au même titre qu'à Pierre-André Dumont pour leurs conseils.

## 2. *Les critères d'investissement et les facteurs du placement éthique*

Deux enquêtes permettent de se faire une première idée des critères d'investissement des caisses de pensions. L'enquête Robeco (2000), menée auprès de 249 institutions de prévoyance en Suisse, révèle que les caisses de pension peuvent être classées en deux groupes quant à leur politique de placement. Entre 70 et 80% des institutions interrogées considèrent ainsi la maximisation du rendement et la minimisation du risque comme tâches prioritaires. Environ 10% des 249 caisses interrogées déclarent tenir également compte des critères non financiers. Dans une enquête parallèle, menée par Swissca (2000) auprès de 33 caisses de droit public, 9 institutions affirment intégrer des considérations éthiques et écologiques dans leur stratégie de placement.

Si l'on s'intéresse de plus près à ces critères sociaux et/ou écologiques, on constate de larges différences entre d'une part des approches peu différentes d'une allocation traditionnelle des actifs, privilégiant le placement dans les grandes entreprises multinationales, et d'autre part des pratiques plus alternatives où l'aspect non financier occupe une place prédominante (Ulrich et al., 1998). Toutes catégories confondues, le volume de l'investissement éthique en actions du deuxième pilier est estimé entre un et trois milliards de francs (Curti, 2000 ; VTZ, 2000), le seuil supérieur paraissant le plus exact. Cette somme qui se répartit sur plus qu'une centaine d'institutions, illustre le fait qu'une majorité de caisses n'investissent que de très petites proportions de leur fortune conformément aux critères non financiers.

Selon les experts interrogés, l'intégration de considérations non financières dans les décisions de placement résulte d'une demande des employés. Deux facteurs se trouvent à la base de la prise en compte de ces préoccupations sociales et/ou écologiques. D'abord, c'est le bon fonctionnement de la gestion paritaire qui permet aux représentants des employés de faire valoir leur point de vue. La parité seule n'est toutefois pas suffisante tant que les employés ne se soucient pas de la responsabilité sociale et environnementale. Une condition supplémentaire pour l'investissement éthique est ainsi représentée par la politisation des membres, plus précisément par la position dominante à l'intérieur de la caisse de ceux que l'on appelle aussi les professionnels socio-culturels (Kriesi, 1998).

Jusqu'à présent, les caisses privées se sont montrées moins réceptives que les caisses de droit public à l'idée d'intégrer des critères non financiers dans l'investissement. Cette différence s'explique par une gestion paritaire plus asymétrique et par un nombre moindre de professionnels socio-culturels, ainsi que par l'enchevêtrement des intérêts des grandes entreprises en Suisse. La caisse de pension d'une banque ou d'une entreprise aura beaucoup de

peine à exclure tel ou tel secteur d'activité ou à appliquer un rating social à certaines entreprises parce qu'elle risquerait d'ainsi compromettre les affaires de la maison mère. La dépolitisation explicite de certaines caisses de pension se traduit dans une stratégie de discrétion qui accorde beaucoup d'indépendance aux gérants de portefeuille. La socialisation dominante des professionnels de la finance ne paraît pas favoriser un engagement normatif en faveur d'aspects sociaux et écologiques – un fait qui est reflété par la conviction souvent répétée que ce n'est pas la tâche des caisses de pension de s'ériger en autorité morale du marché (Coudret, 1997).

L'argument principal à l'encontre des critères écologiques et sociaux est toutefois lié à l'anticipation d'un conflit d'intérêt entre la prise en compte des aspects non financiers et le rendement. Deux visions contradictoires s'affrontent sur l'impact de l'intégration des critères non financiers : les opposants la considèrent fréquemment comme une restriction artificielle dans l'optimisation du portefeuille [je l'écris plus tard]. Les avocats du développement durable soutiennent qu'en complétant l'approche purement financière, les critères sociaux et environnementaux permettent de stimuler le rendement (Biedermann, 1998). C'est à cette question cruciale pour la prise en compte des considérations non financières que nous accordons notre attention dans les pages qui suivent.

### *3. Le conflit d'intérêt entre le rendement et les critères non financiers*

« Si un assuré me demande d'intégrer des critères non financiers, je lui réponds que je suis prêt à le faire s'il se contente de rentes moins élevées lorsqu'il prendra sa retraite. » L'avis de cet interlocuteur, directeur d'un grand fonds de pension interrogé, est représentatif d'un grand nombre de gestionnaires de caisses qui rejettent l'investissement selon des critères non financiers de peur que ces derniers ne dépriment le rendement. Nous nous proposons d'étudier ce conflit en trois temps. Dans un premier temps, nous mettons en évidence les différentes positions des responsables des caisses de pension à l'aide d'une typologie. Le deuxième point est consacré à l'analyse du raisonnement théorique qui sous-tend ces différentes positions, une attention particulière étant accordée au rôle des externalités. Dans un troisième temps, nous résumons quelques éléments empiriques dans l'espoir d'éclaircir au moins partiellement le lien entre les critères non financiers et le rendement.

#### *3.1 Quatre visions de la relation entre le rendement et le non financier*

La majorité des caisses de pension suisses n'intègrent pas de critères non financiers dans leur décision de placement pour une raison simple : les

responsables des institutions ne sont pas d'accord d'échanger une partie de la performance financière contre une meilleure performance écologique ou sociale de leur portefeuille. La législation régissant la prévoyance professionnelle (art. 71 LPP ; art. 51 OPP 2), ne leur permettrait pas de sacrifier une partie du rendement des cotisations de leurs assurés. Ce raisonnement présuppose - au moins implicitement - l'existence d'un conflit d'intérêt entre le rendement d'un côté et la prise en compte des aspects environnementaux et sociaux de l'autre. Cette position n'est toutefois pas incontestée. Un petit groupe de caisses de pension considère la relation entre la performance d'un portefeuille et la prise en compte de critères non financiers comme étant plus complexe. Loin de se faire au détriment du rendement, l'intégration des critères sociaux et écologiques permet, de leur point de vue, de sélectionner les entreprises qui ont un potentiel de rentabilité supérieur à la moyenne.

Les différentes positions peuvent être mises en évidence à l'aide d'un tableau croisé. Si l'on combine la perception des acteurs qui disent, «il existe un conflit entre le rendement et les critères non financiers» (oui / non), avec leur action effective, «la caisse intègre des critères non financiers dans sa décision d'investissement» (oui / non), on obtient quatre types d'investisseurs dont au moins deux relèvent d'une pertinence empirique. Le tableau 3.1 montre ces quatre positions.

**Tableau 3.1 :** existence d'un conflit d'intérêt entre le financier et le non financier

		<i>Intégration des critères non financiers dans l'investissement en actions</i>	
		<i>oui</i>	<i>non</i>
<i>Existence d'un conflit d'intérêt entre le rendement et les critères non financiers</i>	<i>oui</i>	Les alternatifs	Les réalistes
	<i>non</i>	Les harmonistes	Les indifférents

Les termes choisis pour définir les quatre types sont arbitraires et pourraient être remplacés par d'autres comme «traditionalistes» pour les réalistes, «paresseux» pour les indifférents, «innovateurs» pour les harmonistes et «idéalistes» pour les alternatifs. Le problème majeur persiste que tous ces termes traduisent des jugements de valeurs à priori non désirés.

Des ces catégories mises en évidence dans le tableau, c'est celle des *réalistes* qui demande le moins d'explications. Persuadé de l'existence d'un conflit d'intérêt entre le rendement et les critères non financiers, ce groupe

d'investisseurs ne place pas d'argent selon les exigences du développement durable. Ce courant doit son nom à sa conviction que la mission des caisses de pension consiste en la gestion de la fortune des membres et non pas en la réforme du système économique en place. Ce *réalisme* est illustré par la citation d'un spécialiste genevois de la gestion institutionnelle : « Primum vivere, deinde philosophare... Il me semble que la justice sociale requiert donc avant tout un financement adéquat des retraites » (André Baladi, cité par Coudret, 1997 : 55).

Tandis que l'attitude *réaliste* semble être la plus répandue parmi les caisses de pension en Suisse, celle *indifférente* apparaît très peu fréquente. Cette constatation n'est guère surprenant car cette position abrite une contradiction fondamentale qui la rend irrationnelle: malgré le fait que les responsables de ces institutions ne perçoivent aucun conflit d'intérêt entre le rendement et les critères non financiers, ils ne prennent pas en considération des aspects écologiques ou sociaux dans leur décision de placement – par indifférence ou par paresse.

À l'autre extrême se trouve le type *alternatif* qui représente l'approche éthique la plus exigeante mais qui sort du cadre de la prévoyance professionnelle : les investisseurs qui appartiennent à cette catégorie renoncent de bon gré à une partie du rendement afin de placer leur argent conformément aux valeurs sociales et écologiques, considérant le conflit d'intérêt entre la rentabilité et les objectifs non financiers comme inévitable.<sup>3</sup> Dans sa forme pure, ce type se retrouve en Suisse à notre connaissance uniquement dans deux banques, qui demandent à leurs épargnants s'ils acceptent des taux d'intérêt inférieurs aux taux du marché pour qu'elles puissent accorder des crédits d'incitation à des projets écologiques ou sociaux.

La loi sur la prévoyance professionnelle, en obligeant les caisses de pension à assurer un rendement correspondant aux revenus réalisables sur le marché et rapportant un minimum de 4%, exclut en principe une telle pratique de placement pour le deuxième pilier. Implicitement, un petit nombre d'institutions est néanmoins d'accord de ne pas maximiser la performance financière au profit d'un meilleur bilan social et écologique de leur portefeuille. Dans une très modeste mesure, ce constat s'applique à toutes les caisses intégrant des critères non financiers si l'on tient compte du fait que la complexité de l'analyse environnementale et surtout sociale entraîne des coûts de gestion supérieurs à la gestion traditionnelle. Cependant, tous les responsables interrogés, proches de ce type, minimisent les modestes sacrifices

---

<sup>3</sup> D'une façon analogue à cette approche, certains auteurs soulignent que des conflits d'intérêt ne peuvent pas seulement exister entre les critères financiers et non financiers, mais également entre les critères non financiers eux-mêmes. La poursuite d'un objectif écologique peut ainsi très souvent aller à l'encontre d'une exigence sociale (Müller, 1998).

de rendement en mettant l'accent sur le long terme qui est censé rapprocher la rentabilité de leur fortune de celles des caisses gérées de manière traditionnelle.

L'accent sur le long terme nous amène au dernier type, celui des *harmonistes*, pour qui les aspects financiers et non financiers, loin d'entrer en conflit, se complètent mutuellement. L'intégration des critères sociaux et écologiques aide à différencier deux entreprises qui du point de vue financier présentent un bilan pareil. Autrement dit, « la combinaison des deux types de critères [financiers et non financiers] semble contribuer positivement à la performance et par conséquent apporter une réelle valeur ajoutée à la gestion » (Biedermann, 2000 : 46). S'inspirant du concept du développement durable, cette vision présente pour une partie des caisses de pension un chemin viable, leur permettant de combiner un rendement satisfaisant avec la prise en compte des préoccupations non financières (Oetliker, 2000). Sur le marché de la gestion de fortune « éthique », la grande majorité des offreurs se réclame de cette logique harmonieuse.

### 3.2 *Le lien théorique entre le rendement et les critères non financiers*

La différence entre la vision conflictuelle (« l'éthique va au détriment du rendement ») et la vision complémentaire (« le développement durable enrichit l'analyse financière ») doit être discutée sur la base des éléments théoriques qui sous-tendent les deux approches *réalistes* et *harmonistes*, les deux autres types n'ayant que peu de pertinence empirique.

Au niveau théorique, les *réalistes* et les *harmonistes* ont recours au même concept pour justifier la présence ou l'absence d'un conflit d'intérêt entre rendement et aspects éthiques, à savoir la notion d'*externalité*. Définie comme le bénéfice ou le coût que subit un tiers par l'action d'un particulier (Rutherford, 1995), l'externalité est intimement liée aux notions de « critères sociaux et écologiques » ou de « développement durable ». L'application des critères écologiques ou sociaux signifie dans le contexte de l'investissement éthique que des entreprises qui créent des externalités négatives (en forme de pollution, de charges financières accrues pour les collectivités publiques ou de soutien à des régimes illégitimes) sont sous-pondérées ou exclues du portefeuille d'un investisseur.

D'après les gérants qui rejettent les critères non financiers, la prise en compte des externalités fait fléchir le rendement du portefeuille pour deux raisons liées entre elles: d'une part, en introduisant de critères non financiers, l'investisseur exclut un nombre d'entreprises potentiellement rentables et réduit ainsi son choix de placement (« fishing in a smaller pool », Ulrich et al., 1998 : 24). D'après la théorie financière traditionnelle, ces contraintes d'exclusion représentent une restriction artificielle dans l'optimisation du

portefeuille et ne peuvent que se répercuter négativement sur le rendement. D'autre part, cette restriction est d'autant plus nuisible pour la performance qu'elle signifie qu'un investisseur intègre de manière volontaire les coûts externes en n'investissant que dans des entreprises qui internalisent ces externalités négatives. Mais en dépensant davantage pour des impôts, des systèmes de récupération ou des plans sociaux en cas de licenciements, ces « bonnes entreprises » peuvent être moins rentables que leurs concurrents qui réussissent à externaliser les mêmes coûts.<sup>4</sup> Selon la théorie des biens publics, uniquement en l'absence de tels coûts externes, les objectifs économiques seraient identiques aux objectifs sociaux et écologiques (Ecofin, 2000).

Les avocats d'un investissement conforme au développement durable ne nient – au moins en principe – aucunement cette relation entre restriction volontaire, coûts externes et rendement. Mais ils introduisent comme éléments clef la *dimension du temps* et l'*opinion publique*. Ils admettent qu'à court terme, polluer peut être profitable, mais pas à moyen et long terme parce que les entreprises polluantes seront contraintes par l'opinion publique d'internaliser leurs coûts (Butz et Plattner, 1999 ; Müller, 1999).<sup>5</sup> La bonne performance à court terme contraste ainsi avec les pertes de rendement à long terme. Et même la performance à court terme peut être incertaine si les investisseurs s'attendent à des rendements décroissants dans le futur à cause d'un piètre bilan écologique. Certains auteurs vont plus loin et affirment qu'une bonne politique environnementale peut se transformer en avantage compétitif parce qu'elle permet à l'entreprise de renforcer son image de marque, d'éviter des conflits juridiques et de saisir l'opportunité de développer des technologies éco-efficientes avant leurs concurrents (Müller, 1993 ; Rásonyi, 2000b).<sup>6</sup>

Au niveau théorique, deux positions opposées s'affrontent. La dernière partie de ce chapitre montrera toutefois que les aspects empiriques relativisent, au moins partiellement, le clivage entre ces deux visions divergentes.

---

<sup>4</sup> Au niveau environnemental, on peut penser à une entreprise industrielle qui par le biais de la délocalisation réussit à éviter les impôts écologiques. Au niveau social, prenons l'exemple d'une entreprise qui suite à une forte augmentation de la productivité réussit à licencier un nombre important d'employés sans devoir financer d'onéreux plans sociaux.

<sup>5</sup> « Il est réaliste d'imaginer que les effets des problèmes écologiques et sociaux apparaîtront de plus en plus en francs et centimes dans les comptes de résultat et les bilans des entreprises [...] et ne pourront donc pas échapper à l'attention des investisseurs [...] (Müller, 1999 : 2).

<sup>6</sup> Ce raisonnement s'appuie sur le domaine de la production. Vu sous l'angle de la distribution du profit, l'investisseur éthique se retrouve dans la position paradoxale du shareholder qui demande à l'entreprise de tenir compte des stakeholders et de l'environnement, tout en assurant un rendement compétitif. Le conflit entre le rendement et les aspects non financiers ne peut disparaître qu'à la condition que les intérêts des shareholders et des stakeholders coïncident. Voir à ce sujet controversé le dossier « Shareholder value » de la *Neue Zürcher Zeitung* ([www.nzz.ch/online/02\\_dossiers/shareholder/share.htm](http://www.nzz.ch/online/02_dossiers/shareholder/share.htm)), notamment Maak et Thielemann (1996), Schiltknecht (1996), Schmidt (1996), Volkart (1996) ou Vontobel (1996).

### 3.3 *La relation empirique entre le rendement et les critères non-financiers*

Peu solides et souvent ambigus, les résultats empiriques ne permettent encore qu'une conclusion prudente : la prise en compte des considérations sociales et écologiques ne paraît pas automatiquement entraîner un rendement inférieur comme le prédit la théorie financière orthodoxe. Regardons quelques éléments empiriques de plus près.

Grâce à une tradition de placements durables d'au moins une dizaine d'années aux États-Unis, les investisseurs y ont la possibilité de mesurer la performance des entreprises respectueuses des critères non financiers à l'aide d'un indice composé de 400 valeurs, le *Social Domini Index*. C'est avec fierté que les défenseurs du développement durable soulignent que cet indice parvient à battre son indice de référence, le *Standard and Poor's 500*, sur une période de cinq ans (Biedermann, 1998).<sup>7</sup> Dans la même ligne se trouve une étude économétrique qui teste l'hypothèse selon laquelle une entreprise peut dégager des rendements systématiquement plus élevés que la moyenne si elle adopte des pratiques compatibles avec des critères sociaux et écologiques (Butz et Plattner, 1999). À cette fin, les auteurs estiment une régression en coupe transversale pour 65 titres européens, tentant d'expliquer la performance financière avec la performance sociale et écologique. Dans leurs résultats, ils n'identifient qu'un seul lien significatif : une corrélation positive entre la performance financière et la performance écologique pour les entreprises où l'environnement joue un rôle important dans la perception publique (chimie, pharmaceutique, énergie, construction). En guise de conclusion, les auteurs acceptent leur hypothèse du départ au moins pour l'aspect écologique (Butz et Plattner, 1999 ; Meyerhans, 1999). Vu le nombre réduit d'observations et la difficulté de mesurer la performance écologique et surtout sociale, nous retenons un résultat plus prudent : en l'absence de liens significatifs (avec l'exception mentionnée), il paraît probable que l'investissement selon des critères sociaux et financiers ne porte pas atteinte au rendement,<sup>8</sup> tant que la prise en compte de ces critères non financiers reste subordonnée à l'aspect financier. Dans la même logique, le *Wall Street Journal* rappelle que « les preuves de la supériorité des investissements socialement responsables sont loin d'être concluantes. On n'a tout simplement pas suffisamment de recul pour produire des corrélations significatives » (Booth, 2000 : 41). Les séries temporelles ne remontent le plus souvent que quelques années en arrière, ne donnant pas lieu à des résultats statistiquement

---

<sup>7</sup> Voir [www.domini.com/Perfor.html](http://www.domini.com/Perfor.html) pour la comparaison de ces deux indices.

<sup>8</sup> Un constat auquel se rallie également la *Neue Zürcher Zeitung* : « Die Anleger mussten bisher nicht zugunsten eines guten Gewissens auf eine ebenso gute Rendite verzichten » (Rásonyi, 2000a : 22).

significatifs. Les avocats de l'investissement basé sur le développement durable répondent à ce manque de données en construisant des séries temporelles hypothétiques, calculant la performance d'un portefeuille vert ou durable comme s'il avait déjà existé dans le passé. Le désavantage de tels exercices réside cependant dans le fait que l'on ne compose que des portefeuilles hypothétiques qui passent ce test de rendement (Rásonyi, 2000b).

L'apparente absence de conflit entre le rendement et une prise en compte des aspects écologiques et sociaux ne doit toutefois pas étonner si l'on regarde de plus près les valeurs intégrées dans de tel fonds. En règle générale ils sont en effet construits selon la logique du « best-of-class », rassemblant de très grandes entreprises souvent multinationales qui affichent un meilleur bilan écologique que leurs concurrents.<sup>9</sup> Le journal *Finanz und Wirtschaft* souligne ainsi que l'approche de la durabilité n'a presque plus rien à voir avec une attitude verte, « car les grands investisseurs ne donnent aucune chance à des placements éco-fondamentalistes » (Hengartner, 2000 : 27).<sup>10</sup> La terminologie des fondations et des fonds de placement peut ainsi mener à des situations paradoxales où des églises ou des organisations non gouvernementales (ONG) cherchent explicitement une possibilité de placement éthique. Les fonds basés sur le développement durable refusent par contre la connotation éthique afin d'éviter à tout prix l'impression qu'ils sacrifient du rendement à des considérations morales. Alors que les critères sociaux et écologiques représentent pour l'investisseur une finalité en elle-même, ils sont pour l'offreur (le fonds de placement) uniquement un moyen d'optimisation du rendement - au moins selon l'argumentation officielle.<sup>11</sup> Une impression qui est confirmée par un gestionnaire de caisse qui considère l'approche de la durabilité (« sustainability ») comme un moyen d'optimiser le rendement et non pas comme une variante de « l'investissement éthique ».

---

<sup>9</sup> Booth (2000 : 41) avance une explication similaire pour la bonne performance des placements éthiques : « Il se pourrait que ces fonds affichent de bons résultats tout simplement parce qu'ils investissent lourdement dans les valeurs technologiques : contrairement aux groupes industriels classiques, ces entreprises ne nuisent pas à l'environnement et ont une approche de gestion du personnel plus éclairée. »

<sup>10</sup> Traduit de l'original allemand : « Das geänderte Strickmuster [von Nachhaltigkeit] hat mit einer 'grünen' Einstellung nur mehr wenig zu tun, weil grosse Investoren ökofundamentalistischen Anlagegefässen keine Chancen geben. »

<sup>11</sup> Il faut toutefois distinguer entre les motivations officiellement déclarées et les motivations effectives : afin d'être pris au sérieux par un large public d'investisseurs, le responsable d'un fonds durable a intérêt à souligner la compatibilité de son approche avec le rendement. La valeur « extra financière » d'un tel placement est sous-entendue et ne doit souvent pas être mise en évidence de manière explicite (voir à cet égard Ulrich et al., 1998).

#### 4. *Conclusion*

Au bout du compte, le conflit d'intérêt entre le rendement et la durabilité, est-il réel ou relève-t-il d'une théorie financière dépassée ? Les éléments théoriques et empiriques mentionnés montrent qu'il n'est guère possible de répondre à cette question de manière univoque et définitive. Nous nous contentons ainsi de retracer la pratique de deux gérants de portefeuille qui convergent dans leur analyse du problème. Le premier gérant interrogé travaille pour une grande caisse publique qui place une partie de sa fortune selon des critères non financiers. Pour lui, l'exclusion de domaines comme l'armement, l'énergie nucléaire ou le tabac ne met pas en danger les perspectives de rendement de sa caisse. S'il était par contre contraint de retirer les investissements de certaines entreprises chimiques et pharmaceutiques à cause des organismes génétiquement modifiés (OGM) ou de l'industrie de pétrole pour des raisons écologiques, il ne pense plus pouvoir atteindre le même rendement. Occupé par la caisse d'une très grande entreprise privée, le deuxième gérant n'est restreint dans son travail par aucun critère non financier : ni critères d'exclusion ni développement durable. S'il intègre les aspects sociaux et écologiques néanmoins dans certaines de ses décisions de placement, c'est à cause des externalités. Il suit le raisonnement que pour certaines entreprises écologiquement ou socialement faibles, le rendement peut venir sous pression suite à des manifestations publiques qui entraînent pour les entreprises en question l'obligation d'internaliser les coûts auparavant externalisés. Il pense en particulier aux secteurs du tabac et des OGM.

Les deux pratiques se rencontrent ainsi à mi-chemin, réduisant d'un côté la portée de l'investissement non financier et relativisant de l'autre l'impact nuisible qu'entraîne le respect du développement durable dans l'allocation de la fortune.

### 5. Références bibliographiques

Biedermann, D. (1998), « Gestion avec critères de développement durable », *prévoyance professionnelle suisse* 2 : 133 – 138.

Booth, T. (2000), « Quand éthique rime avec fric », *Courrier International* 511, du 17 au 23 août.

Butz, C. et Plattner, A. (1999), « Socially responsible investment : a statistical analysis of returns », *Sarasin Basic Report* 1 - 22, Bâle, octobre ([www.sarasin.ch/e/research/4312.html](http://www.sarasin.ch/e/research/4312.html)).

Coudret, P. (1997), « Ethique et caisses de pension : puisque les futurs retraités ont bon dos, autant en profiter », *Références* 20 : 53 – 58, 20 novembre.

Curti, M. (2000), « Le placement de capitaux axés sur l'environnement : une amélioration de la performance fondée sur la croissance durable », in : Swissca (2000). *Les institutions de prévoyance des corporations de droit public en l'an 2000, résultats de l'enquête*, Zurich.

Ecofin Investment Consulting (2000), « Ethik und Investieren », Unterlagen zum Workshop AHV-Ausgleichsfond, 22 janvier.

Hengartner, T. (2000), « Sustainability ist die bessere Anlage », *Finanz und Wirtschaft*, 1 mars.

Kriesi, H. (1998), « The transformation of cleavage politics », *European Journal of Political Research* 33 : 165 – 185.

Maak, T. et U. Thielemann (1996), « Gewinnmaximierung als erwünschte Tugend ? », *Neue Zürcher Zeitung*, 22 août.

Meyerhans, E. (1999), « Nachhaltig investieren kann sich doch lohnen », *Neue Zürcher Zeitung*, 30 août.

Müller, K. (1993), « Der Kapitalmarkt verschleudert unsere Zukunft », *Tages-Anzeiger*, 27 septembre.

Müller, K. (1998), « Darum müssen Pensionskassen aktive Aktionäre sein », *Référence* juin : 72 – 76.

Müller, K. (1999), « L'étiquette « développement durable » ne fait pas le printemps. Rendement à long terme et préservation de l'environnement », Ellipson AG : debate winter, Bâle ([www.ellipson.com/download/debate.html](http://www.ellipson.com/download/debate.html)).

Oetliker, S. (2000), « Ein Herz für Grün-Anlagen : Gewerkschaften fordern Pensionskassen auf, mehr nach ökologischen und sozialen Kriterien zu investieren », *Cash*, 14 janvier.

OFS (Office Fédéral de la Statistique), (2000), *Les institutions de prévoyance professionnelle en 1998*, Communiqué de presse, mai, Neuchâtel.

Rásonyi, P. (2000a), « Öko-Anlagen müssen nicht riskanter sein », *Neue Zürcher Zeitung*, 3 juillet.

Rásonyi, P. (2000b), « Grüne Theorie », *Neue Zürcher Zeitung*, 4 septembre.

Robeco (2000), Placement des caisses de pension 1998-2000, Résultats de l'enquête et commentaires, Genève, avril.

Rutherford, D. (1995), *Dictionary of Economics*, New York : Routledge.

Schildknecht, K. (1996), « Prosperität durch Shareholder-Orientierung », *Neue Zürcher Zeitung*, 10 juillet.

Schmidt, J. (1996), « Mangelnde Begründungen », *Neue Zürcher Zeitung*, 22 août.

Swissca (2000), Les institutions de prévoyance des corporations de droit public en l'an 2000, résultats de l'enquête, Zurich.

Ulrich, P., U. Jäger et B. Waxenberger (1998), *Prinzipiengeleitetes Investment I : Kritische Analyse der gegenwärtigen Praxis bei « ethisch-ökologischen » Geldanlagen*, Institut für Wirtschaftsethik, Beiträge und Berichte 83 : 1 – 65, Universität St. Gallen.

Volkart, R. (1996), « Langfristige Shareholder-Orientierung », *Neue Zürcher Zeitung*, 5 juillet.

Vontobel, H.-D. (1996), « Shareholder value – ein trügerischer Reiz ? Ein Plädoyer wider die Darwinisierung der Sitten », *Neue Zürcher Zeitung*, 19 juin.

VTZ (Versicherungs Treuhand Zürich AG) (2000), *Ethisch-ökologische Geldanlagen in der Schweiz, eine Marktübersicht*, Zusammenfassung, janvier.