

# Logique d'encastrement de la finance dans l'éthique : cas de l'investissement socialement responsable (ISR)

Christophe Revelli

Professeur à Kedge BS

Resp. académique MS.c Finance « *Ingénierie ESG - Finance for A New Growth* » de Kedge BS



# CONTEXTE

**Recherche conceptuelle** => *quelle doit être la place de l'éthique en Finance ?  
Spécifiquement au cas de l'ISR ?*

**Idée** => *proposer un modèle explicatif de ré-encastrement de l'objectif financier  
dans les valeurs d'éthique et de responsabilité*  
=> *opérationnel, pratique, construit scientifiquement*

**Cheminement logique** => *des valeurs idéologiques à la mise en pratique*  
=> *observation historique et mise en perspective sur les  
enjeux actuels*  
=> *3 réflexions: Philosophique - idéologique / Scientifique /  
Pratique*

**Recherche ayant fait l'objet de publications** *sous différentes formes-réflexions  
dans des ouvrages collectifs et dans des revues académiques à comité de lecture.*

# 1. DÉBATS HISTORIQUES ET ACTUELS AUTOUR DE L'ISR

## 1.1 DÉBAT IDÉOLOGIQUE ET PHILOSOPHIQUE : L'ISR EST-IL ÉTHIQUE ?

**Investissement et Ethique** => synonymes ou antonymes ?

=> Investissement engage une dépense qui doit générer à terme une recette (financière, matérielle, immatérielle)

=> Principe de rentabilité abordé dès lors que la dépense est effective

=> « L'Ethique engage une relation à l'Autre » (Levinas, 1969)

=> libre arbitre, conviction personnelle (Morin, 2004; Benoît; 2005)

=> « Il s'agit de contester le fait que les acteurs sociaux n'entrent plus en relation les uns avec les autres que par l'intermédiaire des choses qu'ils produisent en vue de leur échange sur le marché » (Fischbach, 2009)

=> Remplacer l'utilité économique par l'utilité éthique ? Possible de mélanger des pommes et des oranges ? Investir et faire de l'Ethique ?



**1 seule question empirique depuis les 25 dernières années => l'ISR est rentable, bankable ?**

**=> Logique de performance, phare sur la composante « Investissement » !**

# 1. DÉBATS HISTORIQUES ET ACTUELS AUTOUR DE L'ISR

## 1.2 DU DÉBAT PHILOSOPHIQUE AU DÉBAT SCIENTIFIQUE : LE SUJET EXCLUSIF DE LA PERFORMANCE FINANCIÈRE DE L'ISR

***La théorie économique néo-libérale et la théorie financière moderne ont vampirisé le débat théorique sur l'ISR***

- ⇒ réflexe quasi-pavlovien déclenché par le stimulus de recherche de profit
- ⇒ Période de construction de la théorie financière moderne (1960-1980) correspond à la naissance des concepts de CSR et de DD... et à la critique de ces concepts par les néo-libéraux (Friedman 1962, 1970)
- ⇒ Abondance de données ayant permis la recherche empirique et la régression statistique (débat CSP-CFP) dans de nombreuses études empiriques
- ⇒ Jargon financier : *Alpha, bêta*, portefeuille, gérant, analyse... (financiarisation de l'ISR)
- ⇒ 90% des études dans les années 1990-2010 (période de développement de l'ISR) cherchent à quantifier si l'ISR est rentable
  - ⇒ On observe donc des données financières passées sans comprendre comment et par quels moyens générer de la performance (décorrélation à la stratégie d'entreprise)

# 1. DÉBATS HISTORIQUES ET ACTUELS AUTOUR DE L'ISR

## 1.2 DU DÉBAT PHILOSOPHIQUE AU DÉBAT SCIENTIFIQUE : LE SUJET EXCLUSIF DE LA PERFORMANCE FINANCIÈRE DE L'ISR

### ⇒ **Que dit la théorie ?**

- ⇒ Si un portefeuille souffre d'un manque de diversification, alors il est moins rentable (portefeuilles efficients)
- ⇒ L'ISR (et donc l'éthique) est vu comme une contrainte supplémentaire empêchant d'optimiser la diversification et donc le couple rentabilité-risque

### ⇒ **Que disent les études empiriques ?**

- ⇒ ISR ne sous-performe ou ne surperforme pas... (pas d'écart de performance) (méta-analyses d'Orlitzky et al. 2003; Margolis et al. 2011; Revelli et Viviani 2015)
- ⇒ Les méthodes de recherche influencent considérablement les résultats (biais de notation, données sélectionnées, biais de *data-mining*...) (Revelli et Viviani 2015)
- ⇒ Il n'y a pas de styles de gestion ISR ou d'effet vert ! Seulement des capacités du gérant à faire du picking et à sélectionner les bonnes entreprises et les bonnes opportunités (analyse fondamentale, analyse stratégique)

# 1. DÉBATS HISTORIQUES ET ACTUELS AUTOUR DE L'ISR

## 1.3 DU DÉBAT SCIENTIFIQUE AU DÉBAT PRATIQUE : L'ISR FINANCIER OU LA QUESTION DE L'INTÉGRATION ESG

⇒ ***Le débat sur la performance a construit le débat de l'ISR mainstream et donc de « l'intégration ESG »***

⇒ L'intégration ESG est la représentation même d'un ISR de performance

⇒ Majorité des encours ISR en France sur les années 2009-2014 (période de l'ISR *mainstream*)

⇒ « Mise à disposition » de données ESG aux équipes de gestion, « encouragement » de travaux conjoints entre analystes financiers et extra-financiers

⇒ Moins contraignant que l'ISR *Core* (multi-filtres)

⇒ 1<sup>ère</sup> approche intéressante pour déployer mais tendance du *mainstream* à ne pas transformer l'essai...

⇒ ***Etude Novethic (2010) sur l'intégration ESG***

⇒ Notions de durabilité et de responsabilité quasi-absente du débat dans le discours des gérants

⇒ Considérations quasi-exclusives d'impact financier et d'enjeux de réputation

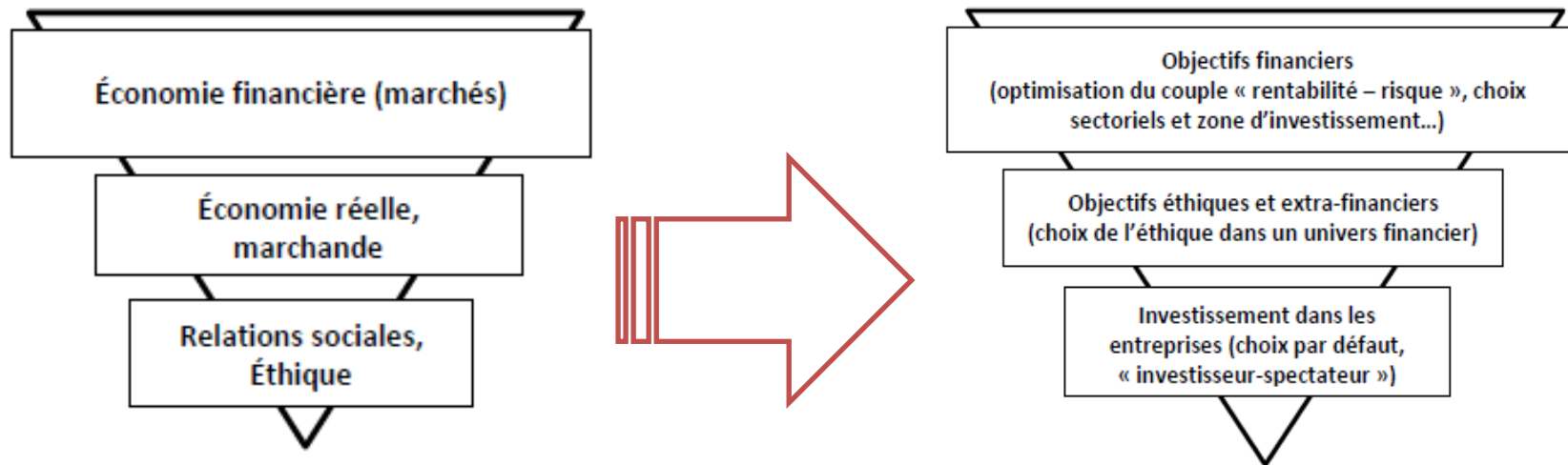
⇒ Notion de « matérialité ESG » : risque d'effet d'opportunité ou *greenwashing* (la durabilité au service de l'impact financier) => Problème d'encastrement...

## 2. DÉBATS À OUVRIR AUTOUR DE L'ISR

### 2.1 DÉBAT PHILOSOPHIQUE :

### DE L'INVESTISSEMENT ÉTHIQUE À L'ÉTHIQUE DE L'INVESTISSEMENT

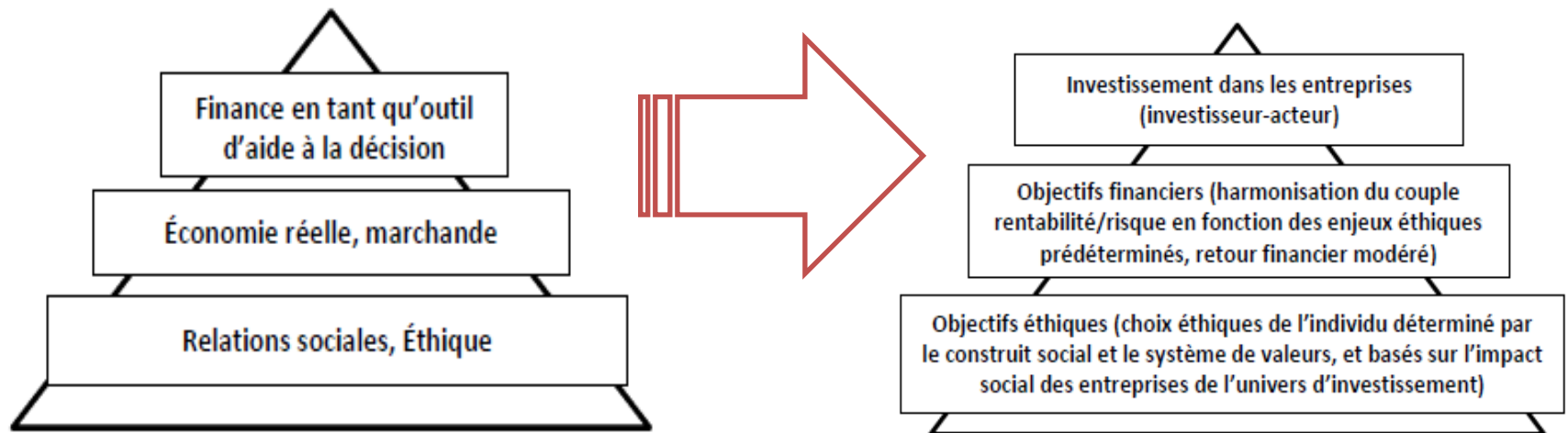
***Logique d'encastrement des valeurs éthiques et de responsabilité dans l'objectif financier dans le cadre de l'ISR (approche top-down)  
=> ISR de performance, investisseur-spectateur***



## 2. DÉBATS À OUVRIR AUTOUR DE L'ISR

### 2.1 DÉBAT PHILOSOPHIQUE : DE L'INVESTISSEMENT ÉTHIQUE À L'ÉTHIQUE DE L'INVESTISSEMENT

***Logique d'encastrement (au sens de Polanyi) de l'objectif financier au sein des valeurs éthiques et de responsabilité dans le cadre de l'ISR (approche bottom-up) => Ethique de l'investissement, investisseur-acteur***





## 2. DÉBATS À OUVRIR AUTOUR DE L'ISR

### 2.1 DU DÉBAT PHILOSOPHIQUE AU DÉBAT SCIENTIFIQUE : PROMOUVOIR LA PERFORMANCE EXTRA-FINANCIÈRE

⇒ ***L'ISR se doit de prioriser le filtre extra-financier et de le placer avant le filtre financier***

⇒ *Travailler sur une identification des stratégies des entreprises, sur leurs pratiques, revenir à une éthique de l'investissement propre à chaque investisseur-acteur (ne pas subir la notation-scoring)*

⇒ *Identification du risque social, environnemental... réduction du risque financier et de réputation => performance économique*

⇒ *La performance économique est un facteur central mais encadré => ce n'est pas la cause mais plutôt la conséquence d'une bonne gestion et stratégie d'analyse*

⇒ *La performance financière est un objectif et non un moyen. Elle ne doit pas contraindre les choix éthiques du gérant*

⇒ ***Prioriser le culte du résultat ou de l'impact plutôt que la communication extra-financière***

⇒ *Identifier les impacts ESG plutôt que les pratiques ESG, **revenir à une logique long-terme***

# 2. DÉBATS À OUVRIR AUTOUR DE L'ISR

## 2.1 DU DÉBAT SCIENTIFIQUE AU DÉBAT PRATIQUE : PROPOSITION D'UN MODÈLE D'ENCASTREMENT INTÉGRÉ (BOTTOM-UP)



### 3. CONCLUSION

#### POUR UNE FINANCE ENCASTRÉE DANS LA RESPONSABILITÉ ET LA SOUTENABILITÉ

- ⇒ *Prioriser les enjeux éthiques, extra-financiers, ESG comme le centre de décisions*
- ⇒ *Ré-encadrer les objectifs financiers dans les valeurs de responsabilité et de soutenabilité*
- ⇒ *Repartir de l'entreprise, de sa stratégie*
- ⇒ *Transformer « l'investisseur-spectateur » en « investisseur-acteur » (favoriser le développement du private equity et du capital-risque responsable)*
- ⇒ *Se rapprocher des logiques d'investissement d'impact*
  
- ⇒ *Possible dans le micro... duplicable dans le macro ?*
  
- ⇒ *C'est en cela que l'on pourra réellement différencier un investissement responsable d'un investissement traditionnel*