



## AVANT-PROPOS

# POURQUOI L'ISR A-T-IL BESOIN DE RECHERCHE UNIVERSITAIRE ?

## REGARDS CROISÉS

CHRISTIAN GOLLIER \*  
ALAIN LECLAIR \*\*

### Qu'est-ce que l'ISR ? D'où vient la notion de finance durable ?

11

**Christian Gollier :** Un investissement est dit socialement responsable s'il optimise ses choix en matière d'allocation d'actifs non plus uniquement sur la base de critères financiers, mais en y intégrant aussi des préoccupations sociales, éthiques et environnementales. Ceci étant dit, reste à déterminer le caractère et le poids de ces préoccupations extra-financières dans les objectifs du véhicule d'investissement utilisé, ce qui laisse de larges marges de manœuvre. Quand un investisseur choisit une gestion classique, il ne demande au gestionnaire qu'à optimiser la performance espérée pour un niveau de risque spécifié à l'avance. La feuille de route est moins évidente à décrire lorsque des objectifs sociaux et environnementaux sont intégrés au tableau de bord.

Les marchés exercent aujourd'hui un rôle prépondérant dans les grands choix financiers stratégiques qui détermineront le bien-être des générations présentes et futures. L'Europe Continentale, longtemps réticente au capitalisme, s'interroge sur le bien fondé de cette évolution, reposant éternellement sur une question qui est au centre de la science

\* Professeur d'économie à l'Université de Toulouse.

\*\* Président de l'Association Française de Gestion Financière - AFG.

Propos recueillis par Carlos Pardo, Directeur des études économiques de l'AFG.



économique : le laisser-faire sur les marchés financiers est-il compatible avec l'épanouissement des aspirations individuelles ? De nombreux arguments théoriques ainsi que plusieurs faits empiriques nous indiquent que la réponse à cette question est négative. Les entreprises doivent faire des choix qui engagent non seulement leurs profits, mais aussi le bien être social : respect de l'environnement ou pollution, respect de règles éthiques ou opportunisme... La régulation des marchés et des entreprises par des institutions publiques n'offre qu'une solution de second rang, à cause des coûts importants liés à l'asymétrie de l'information entre ces acteurs qu'elle engendre. Les entreprises ont une dimension internationale qui leur permet de contourner la régulation d'un État, le régulateur peut être mal informé, il peut aussi être « capturé ». L'investissement socialement responsable offre, à cet égard, une alternative intéressante, fondée sur la logique de marché. Les citoyens étant aussi des investisseurs, ils peuvent exprimer leurs engagements éthiques au travers de leurs investissements. L'investissement socialement responsable a ainsi vocation à inciter les entreprises à mieux tenir compte des conséquences environnementales et sociales de leurs actions dans le long terme.

12

**Alain Leclair :** L'ISR se profile à certains égards comme un nouveau paradigme susceptible, à terme, de contribuer à inciter, entre autres, les émetteurs à s'engager dans une démarche active de développement durable ou de responsabilité sociétale. L'adoption de cette « culture » constitue un puissant outil stratégique contribuant à favoriser l'amélioration des performances économique, sociale et environnementale des entreprises.

Pour répondre à la question relative au néologisme de « finance durable », je pense que nous devons faire face à plusieurs évolutions, qui caractérisent l'ensemble de l'économie et les marchés financiers. La première a trait à la « financiarisation » de l'économie, c'est-à-dire son financement croissant par les marchés financiers et de moins en moins par la seule intermédiation bancaire. Cette évolution a pour conséquence le fait que les ménages portent de plus en plus directement les risques afférents à leurs placements financiers dans leurs patrimoines. En contrepartie, si je puis dire, cela leur permet de bénéficier des rendements et du pouvoir correspondants. La seconde évolution est l'allongement progressif de l'horizon de placement des agents.

Tout semble donc plaider aujourd'hui pour une vision à long terme, en raison notamment des défis posés par le financement des retraites, de la santé et de plus en plus par les dépenses liées à la dépendance d'une population dont la longévité ne cesse d'augmenter. De même, l'appauvrissement des ressources naturelles et les atteintes à l'environ-



nement, qui résultent en partie de la démographie, mais aussi de la croissance devenue mondiale, obligent à identifier quelles seront les solutions susceptibles de répondre à ces grands défis.

Toutefois, paradoxalement, la préférence pour le court terme semble gagner du terrain, voire s'accélérer. À titre d'illustration, en dépit de l'allongement tendanciel des engagements, l'information financière est désormais assujettie à des comptabilités fondées sur des données instantanées, *marked to market*. C'est le cas des normes US GAP et IFRS, mises en place pour mieux assurer la véracité et la comparabilité financière des entreprises, mais qui risquent d'exacerber les pratiques liées au court-termisme. De même, les performances des gérants sont trop souvent jugées sur des horizons très courts : on voit fréquemment dans la presse des articles sur les rendements comparatifs d'OPCVM actions au cours des trois derniers mois ! Nous faisons donc face à un dilemme. Dans pratiquement tous les domaines, alors que tout devrait nous inciter à adopter une approche à long terme, nous sommes conduits à mesurer et à agir à court terme. Si l'on n'y prend pas garde, on risque aussi d'orienter les choix des agents vers une vision très court-termiste, qui, à notre avis, est loin d'être saine et, surtout, en contradiction avec les principes de l'ISR, alors même que ce type d'investissement peut être le chaînon permettant aux marchés d'allonger leur horizon. L'introduction de la notion de durabilité dans la finance, d'où le néologisme de « finance durable », doit donc devenir un paramètre incontournable des différents styles de gestion si nous voulons donner une vraie substance à ce qui est socialement responsable.

**L'ISR exprime-t-il un effet de mode ou traduit-il une exigence en matière de qualité des actifs dans une perspective de gestion de risques à long terme ?**

**Alain Leclair :** La problématique de l'ISR nous semble refléter avant tout une prise de conscience pour rechercher des solutions à ces problèmes de société, et de l'environnement, devenus extrêmement complexes. Comme toute prise de conscience, elle arrive soudainement et prend, pour certains, du fait de sa nouveauté, une apparence de phénomène éphémère, voire celle d'un effet de mode. Mais cette perception n'est à mon sens pas exacte. Ainsi, certains acteurs du monde de la gestion, qui cherchent la nouveauté et/ou l'innovation, qui est l'une des qualités fondamentales des métiers financiers, souhaitent en effet être en avance sur de nouvelles pratiques. D'où le sentiment éventuel qu'ils utiliseraient les critères ISR ou du développement durable dans une simple optique de marketing. Toujours est-il que certaines « modes » peuvent devenir pérennes et s'avérer non seulement



bénéfiques, mais aussi durables. Ainsi, lorsque l'homme des cavernes se ceinturait d'une certaine manière avec des peaux de bêtes, c'était peut-être « à la mode », mais par ces gestes il inventait le vêtement, qui est devenu quelque chose de particulièrement pérenne... Soulignons qu'à notre époque, lorsqu'une innovation financière repose sur des éléments fugaces, et qu'elle n'est pas au cœur d'un courant essentiel pour le financement de l'économie ou pour la satisfaction des besoins des investisseurs, c'est seulement alors que l'on devrait s'interroger sur son bien fondé et qu'il faudrait peut-être s'inquiéter, voire le cas échéant mettre en évidence son caractère court-termiste et purement événementiel. En définitive, nous vivons une telle évolution des mentalités, au regard des problèmes et des défis que je viens d'énumérer ci-dessus, que ce serait bien sot de vouloir les observer uniquement avec les lunettes du court-termisme, phénomène que nous combattons et dénonçons.

**Christian Gollier :** De nombreux investissements socialement responsables ont déjà montré leur capacité à maintenir de hauts standards en terme de performances financières, ce qui devrait inciter les épargnants - et surtout ceux ayant déjà pris conscience des phénomènes évoqués par Alain Leclair - à réallouer une partie de leur patrimoine en faveur des investissements socialement responsables. De plus, l'émergence d'une épargne longue ciblée sur un objectif de capitalisation-retraite devrait conduire les épargnants à modifier leur stratégie d'investissement en faveur d'entreprises favorisant les performances à long terme et respectueuses des critères extra-financiers.

**Dans quels domaines la recherche pourrait-elle apporter une contribution afin de résoudre un certain nombre de difficultés opérationnelles et conceptuelles ?**

**Alain Leclair :** Nous avons le sentiment qu'en promouvant l'investissement à long terme, et durable, reposant sur des critères qui nous semblent le fondement même des entreprises ayant des bonnes pratiques, nous agissons en faveur des investisseurs - qu'ils soient individuels ou institutionnels -, susceptibles de placer une partie de leur épargne sur la base de critères socialement responsables. Mais il est évident que les entreprises qui donnent une priorité à ces critères, tout ayant un prix, vont devoir demander à leurs actionnaires d'éventuellement, du moins temporairement, abandonner une certaine partie du dividende qu'ils pourraient autrement recevoir immédiatement. Ceci afin de satisfaire des besoins de financement aussi variés que ceux relatifs à l'attractivité éthique de leurs produits, à l'invest-



tissement dans son environnement naturel, ceux en faveur du bien-être social de leurs salariés... Tout le dilemme ici est de savoir si cette partie distraite du profit va à terme générer une rentabilité supplémentaire pour les entreprises ayant réalisé les investissements correspondant à des comportements *a priori* « altruistes » vis-à-vis de leurs parties prenantes. Les tenants de la démarche ISR et de la RSE (pour Responsabilité sociale des entreprises) sont persuadés que cette rentabilité supplémentaire sera au rendez-vous. Mais, pour le moment, il s'agit plus d'un *credo* que d'une certitude avérée. Reste donc à démontrer les vertus de cette culture. À l'évidence nous ne disposons pas encore d'historiques suffisamment longs permettant de montrer l'impact des critères extra-financiers sur la performance des entreprises. Des séries statistiques, fournies par les professionnels, et un travail approfondi de la part de nos amis universitaires et des praticiens, sont indispensables. Pour cela nous comptons beaucoup sur les équipes de la Chaire « Finance durable et ISR », dont Christian Gollier est l'un des co-directeurs, pour nous apporter des réponses objectives, sinon probantes, dans ce domaine.

**Christian Gollier :** Je suis tout à fait d'accord avec Alain Leclair à ce sujet. Il faut objectiver les postulats à la base de ce type d'investissement. Il me semble nécessaire avant tout de collecter les données relatives aux stratégies de placements des investissements ISR ainsi qu'à leurs performances relatives. Il est, en effet, *a priori* paradoxal que l'ajout de contraintes à la stratégie d'investissement de ces fonds puisse conduire à de meilleures performances financières. Une hypothèse serait que les entreprises les plus sensibles à leur responsabilité sociale surperformeraient à long terme le marché car celles-ci réduisent au mieux le risque de dommages sociaux ou environnementaux que les tribunaux ou l'opinion publique pourraient leur attribuer, avec les conséquences financières que l'on sait. Une deuxième question importante autant du point de vue opérationnel que théorique porte sur le rôle que devraient jouer ces investissements dans la gouvernance des entreprises. Les fonds ISR peuvent pénaliser les entreprises socialement irresponsables en refusant d'y investir, ou tout simplement en s'y retirant, de manière à accroître le coût du capital de ces entreprises. L'alternative consiste à prendre part à la gouvernance de celles-ci de manière à en modifier progressivement leur comportement. Il existe plusieurs problématiques associées à cet activisme. Ainsi, comment arbitrer les objectifs souvent contradictoires entre profitabilité à court terme et développement à long terme ? Comment résoudre le dilemme des investissements dans des projets très innovants, potentiellement très utiles aux consommateurs, mais aux conséquences sociales et environnementales très incertaines, comme certains produits OGM ? Finalement, comment tenir compte



des différences de niveaux de développement entre régions du monde, et en particulier des besoins d'investissement en capital dans les pays les plus pauvres, pour déterminer un niveau éthiquement acceptable de salaire horaire dans ces pays ?

Il s'agit aussi de s'interroger sur le rôle des investissements ISR dans l'organisation de ce schéma de régulation des marchés financiers. Il est très difficile pour les épargnants individuels d'évaluer la réelle motivation sociale et éthique des entreprises dans lesquelles ils pourraient investir. De leur côté, il est difficile pour les entreprises vertueuses de transmettre un signal crédible sur leurs efforts de responsabilité sociale, car il existe beaucoup de « faux » signaux envoyés par des entreprises moins vertueuses. Sans l'existence de ces investissements ISR, disposant d'une force de frappe suffisante pour séparer « le bon grain de l'ivraie », il serait sans doute impossible d'assister à l'émergence de cette demande éthique.

Beaucoup d'autres questions méritent réflexion et débat. Ainsi, pêle-mêle se posent les questions du fonctionnement et des prix d'équilibre sur les marchés financiers dans un monde où certains investisseurs ont des objectifs extra-financiers. Des investisseurs opportunistes ne risquent-ils pas de contrer les actions éthiques des plus altruistes d'entre eux ? Ne faudrait-il pas réévaluer le rôle des mécanismes de régulation financière dans le cas où cette exigence éthique des investisseurs deviendrait une caractéristique visible de la demande ?

### **Pourquoi la recherche sur l'ISR ne peut être que pluridisciplinaire ?**

**Christian Gollier :** La science économique est longtemps restée enfermée dans un dogmatisme qui l'isolait des autres sciences humaines et sociales. Elle est restée en contact avec les sciences juridiques à travers le courant dit de « Law and Economics », en particulier dans l'analyse de la régulation des marchés et des responsabilités. Il est évident que cette tradition est fort utile dans les analyses développées ci-dessus, mais qu'elle trouve ses limites dans la complexité croissante de nos économies et du modèle social sous-jacent à nos démocraties. Plus récemment, et sans souci d'exhaustivité, on a pu observer une certaine convergence entre psychologie, sociologie et économie, dans le développement de la « psychoéconomie » et de la « socioéconomie ». L'émergence d'une demande d'investissements socialement responsables et/ou éthiques force l'économiste à s'interroger sur les moteurs sociaux et psychologiques de cette demande. Cette pluridisciplinarité est opérationnelle dans plusieurs universités, dont celle de Toulouse où des conférences interdisciplinaires sont organisées, et où des thèses sont co-encadrées par



les spécialistes de psychologie et d'économie. Pour rappel, un des récents prix Nobel d'économie, Daniel Kahneman, est un psychologue.

**Alain Leclair :** Depuis longtemps un certain nombre d'investisseurs institutionnels américains appliquent des critères extra-financiers dans le cadre de leur approche éthique. Cette gestion se caractérise par l'application de critères négatifs ou d'exclusion : on exclut tel ou tel secteur d'activité ou des entreprises qui utilisent le travail des enfants, qui fabriquent du tabac, de l'armement, des matériaux nocifs... On conçoit qu'elle ne nécessite pas beaucoup de recherche. En Europe Continentale, il nous semble que nous pouvons aller beaucoup plus loin en dépassant cette méthode fondée majoritairement sur l'exclusion. Il s'agit alors de repérer les critères positifs - ou pouvant le devenir - dominants dans la gestion des entreprises, processus connu sous le nom d'approche *best in class*. Beaucoup de travail est encore nécessaire à réaliser dans ce domaine qui constitue, à mon avis, un véritable réservoir de valeur ajoutée.

Soulignons aussi que dans la phase actuelle certains des critères sous-jacents à l'approche ISR ont été retenus de manière subjective. Dorénavant, il s'agit de faire en sorte que le subjectif puisse rejoindre d'une certaine façon l'objectif. Pour cela il va falloir beaucoup de recherche, une grande dose d'ouverture d'esprit et, pourquoi pas, d'imagination pour mener à bien des travaux ayant recours à des disciplines qui devront certainement dépasser largement celles de la finance et de l'économie, tant les aspects immatériels du capital des entreprises, et des parties prenantes, sont devenus prépondérants. En étroite collaboration avec la recherche universitaire, il faudra que les professionnels s'impliquent dans la réalisation de travaux empiriques. Ces travaux, dont les résultats ne seront pas toujours nécessairement de nature quantitative, permettront non seulement de structurer les informations collectées, mais aussi de tester les grilles des critères extra-financiers utilisés par les praticiens pour valoriser les actifs sous-jacents à leurs produits ISR. Pour autant, nous n'allons pas tout réinventer du jour au lendemain. Il y a déjà un certain nombre de sociétés d'analyse extra-financière, telle Vigéo, et d'autres prestataires de services dans le domaine de l'ISR, qui contribuent à compléter les résultats de l'analyse financière classique fondée essentiellement sur des critères comptables.

**La recherche peut-elle, en principe, contribuer à développer ce marché qui, paradoxalement, semble avoir du mal à s'épanouir ?**

**Christian Gollier :** Oui, la recherche peut y contribuer ! Il n'y a pas de recherche utile qui n'ait un objectif positif dans notre société.





L'extraordinaire développement des marchés financiers durant les 40 dernières années n'aurait pas été possible sans l'émergence d'une théorie économique de ces marchés, dont les modèles de Markowitz, Black et Scholes, pour ne citer qu'eux, constituent des illustrations claires. Les pistes de recherche évoquées antérieurement ont toutes un objectif unique : soutenir les parties prenantes, épargnants, gestionnaires, entreprises, dans le développement d'outils permettant l'épanouissement d'échanges socialement responsables pour le bien collectif et visant à assurer une croissance durable pour les générations à venir.

**Alain Leclair :** L'activité de recherche dans le domaine de l'ISR participe à la richesse de l'écosystème, élément essentiel pour le développement de la Place de Paris, et de manière plus générale des marchés financiers. D'une part, en créant un réseau de chercheurs sensibles et dédiés à ces questions, elle permet de construire une offre de formation de haut niveau dans nos universités et grandes écoles. En cela, elle prépare la gestion ISR de demain. D'autre part, elle permet d'animer la place financière, à travers l'organisation de séminaires ciblés et de conférences scientifiques internationales. Finalement, elle augmente la visibilité de la Place de Paris par la compétence de ces opérateurs. En fait, en l'absence d'un réel projet équivalent dans le reste du monde, la création d'une chaire « finance durable et ISR » en France - actuellement en cours de constitution sur l'initiative de l'AFG, avec la participation d'une quinzaine d'acteurs présents sur le marché de l'ISR, tels des sociétés de gestion, des intermédiaires financiers et des investisseurs institutionnels, et bénéficiant des réseaux de chercheurs de deux grandes institutions à réputation internationale : l'École Polytechnique et l'IDEI de l'Université de Toulouse - représente une occasion unique dans la concurrence internationale pour le *leadership* dans ce domaine.

*Last but not least*, la finance n'a pas une bonne réputation. Pour autant, compte tenu de l'importance que revêtent les marchés dans le financement de l'économie, l'une des retombées positives de la finance durable et de l'ISR est de leur redonner une sorte d'éthique ou de finalité morale. Ainsi, si les marchés financiers contribuent à faire évoluer les entreprises dans leur mode de gestion, en appliquant des critères positifs de sélection, nous aurons fait un pas de plus pour réconcilier les citoyens et les marchés financiers, les premiers ignorant largement aujourd'hui les seconds et ne prêtant attention qu'à leurs soubresauts à court terme et non au lissage qui finalement se met en place sur le long terme.