

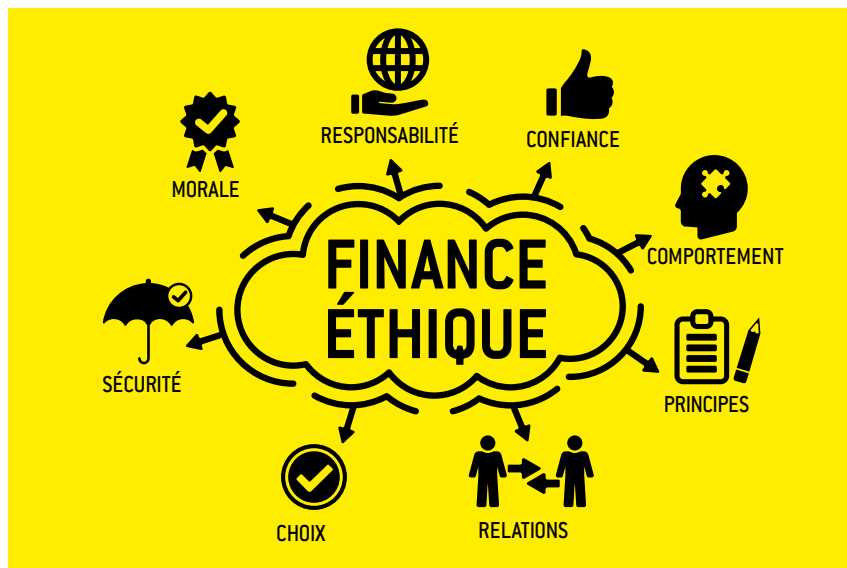
pouvant inclure des modélisations mathématiques très abstraites.

Par exemple, élaborer un modèle de risque de crédit ne signifie pas juste entreprendre une description des risques que prennent les banques lorsqu'elles octroient un crédit, mais construire un objet théorique qui va modifier les pratiques du risque de crédit. C'est en ce sens que, aujourd'hui, les sociologues des sciences et en particulier ceux qui étudient la finance s'accordent à considérer que les modèles de mathématiques financières « fabriquent » la finance concrète. Il n'y a pas de « réalité financière » au sens où la planète Mars existe même si l'on ne braque pas un télescope dans sa direction. Les modèles de mathématiques financières ne produisent pas une *prédiction* mais une *prédication*. Ils appellent à exister des « choses » qui n'existeraient pas sans eux. C'est ce qu'on nomme leur performativité. Or pour l'heure, les acteurs de la finance éthique ne prennent pas en compte ce phénomène.

Le credo caché de la finance

La théorie financière et les mathématiques du risque façonnent progressivement le monde social à leur image. Ces effets sociétaux poussent à s'interroger sur l'arrière-plan théorique des représentations scientifiques de la finance : quel est le *credo* caché – le *logos* – de ces représentations ? Cette question est le domaine de l'éthique épistémique. Donnons un exemple concret de la manière dont le *logos* financier agit par performativité d'un modèle.

Les décisions d'investissement des gérants de portefeuille se répartissent en général en trois niveaux : une décision dite de stratégie (qui consiste à choisir une grande répartition, par exemple 50 % investis en actions et 50 % investis en obligations) ; des décisions dites tactiques (qui consistent à prendre des positions en s'écartant de la stratégie, par exemple 40 % en actions et 60 % en obligations) ; et enfin les choix de titres : dans les 40 % d'actions, quelles sociétés choisir ? Cette tripartition des décisions ne tombe pas du ciel : elle a été pensée en ces termes dans les années 1960 par des universitaires américains pour optimiser et



APPARU AU DÉBUT DES ANNÉES 1980, le concept de finance éthique se réfère en général à trois critères, tous autres que financiers : l'attitude des entreprises vis-à-vis de leurs salariés, leur attitude vis-à-vis de tous leurs partenaires et leur respect de l'environnement. Les fonds d'investissement dits éthiques ne se positionnent que sur des entreprises rassemblant ces trois critères, en négligeant les aspects éthiques des instruments de gestion.

■ L'AUTEUR



Christian WALTER est actuaire agrégé et titulaire de la chaire Éthique et finance du Collège d'études mondiales de la fondation Maison des sciences de l'homme, à Paris.

■ SUR LE WEB

Chance & Finance
Le blog de Christian Walter, rassemblant ses carnets de recherche :
<http://epistemofinance.hypotheses.org/>

JustFinance
Carnet bilingue de la chaire Éthique et finance :
<http://finethics.hypotheses.org/>

« scientificiser » la gestion des portefeuilles et représente un coup de force intellectuel.

Avant, on ne procédait pas ainsi : gérer des placements revenait à choisir des sociétés dont on pensait qu'elles produiraient des rendements réguliers. Les modèles « scientifiques » de choix de portefeuilles ont donc produit une modification profonde des pratiques de gestion. En d'autres termes, une représentation mentale particulière a transformé le monde de l'investissement. Fallait-il installer cette représentation dans les pratiques professionnelles ? N'y aurait-il pas eu une « autre » manière de gérer des portefeuilles ?

En 1952, deux représentations mentales existaient. L'une était celle d'Harry Markowitz, prix Nobel d'économie en 1990, pour qui le risque se résumait à une variation symétrique de la rentabilité autour de sa moyenne (la volatilité). Dans cette représentation, on montrait qu'une diversification maximale des actifs permettrait de réduire la volatilité. On supposait que, par la magie de la loi des grands nombres, le risque diminuerait. Ce qui nécessitait une conception très précise (et qui s'est révélée très fautive) de l'incertitude. L'autre représentation, imaginée par l'économiste américain Arthur Roy,



Un label solidaire

Créé en 1997, le label Finansol vise à distinguer les produits d'épargne solidaire – soutenant l'accès à l'emploi et au logement, le développement durable, l'entrepreneuriat dans les pays en développement... – des autres produits d'épargne accessibles au grand public.

L'idée est d'assurer aux épargnants que leur placement contribue au financement d'activités solidaires. Cette démarche reste-t-elle éthique quand ce financement utilise les outils de gestion issus de la finance classique ?

■ BIBLIOGRAPHIE

C. Walter, *The financial Logos : The framing of financial decision-making by mathematical modelling*, *Research in International Business and Finance*, vol. 37, pp. 597-604, 2016.

B. De Bruin, *Ethics and the Global Financial Crisis. Why Incompetence Is Worse than Greed*, Cambridge University Press, 2015.

T. Lagoarde-Segot, *La finance solidaire. Un humanisme économique*, De Boeck Supérieur, 2014.

F. Muniesa, *The Provoked Economy : Economic Reality and the Performative Turn*, Routledge, 2014.

C. Walter, *Le Modèle de marche au hasard en finance*, Economica, 2013.

s'intéressait davantage à la perte maximale probable, donc aux « individus » statistiques et non aux moyennes. C'est la conception de Markowitz qui a prévalu, entraînant à sa suite toute l'histoire de la gestion des portefeuilles, très largement formatée par la mesure de la performance des gérants professionnels, que l'on compare toujours à des moyennes (indices de référence).

Cet exemple montre comment des hypothèses qui se situent très en amont des pratiques financières concrètes ont un effet, d'abord dans la pensée des mathématiciens qui les utilisent dans leurs modèles, puis dans la pratique des professionnels qui les reçoivent. Or dans le cas du fonds « Éthique et partage », les portefeuilles sont gérés avec des outillages techniques et mentaux issus de la représentation de Markowitz. Du point de vue de l'éthique déontologique, tout est parfait : ces fonds visent une autre logique que celle, dominante, de maximisation de la rentabilité à niveau de risque fixé – une logique davantage solidaire. Mais la technique fait norme, et les valeurs de la finance solidaire se trouvent décalées par rapport à celles que transportent les techniques de gestion. En l'oubliant, on parle le langage de l'adversaire : les gérants de la finance éthique cherchent à prouver avec les outils de la finance classique qu'ils sont aussi bons (sinon meilleurs) que les gérants classiques. Hélas, les outils de la finance classique n'ont pas été pensés pour mettre en valeur les principes de la finance éthique et cette démarche ne peut donc aboutir. Le manque d'éthique épistémique devient ici un obstacle à l'éthique déontologique.

Un obstacle réglementaire

Ainsi, on ne résoudra pas le problème moral de la finance en injectant un surcroît de valeurs, fussent-elles éthiques, dans une structure dont les fondements reposent sur d'autres valeurs. La technologie de gestion contient une morale embarquée. On comprend que, pressée par l'urgence, la finance éthique ait commencé par le plus rapide et le plus simple : l'orientation de l'épargne vers des objectifs de type solidaire. Mais il faut maintenant étendre cette démarche aux instruments de gestion eux-mêmes.

Toutefois, un obstacle de taille à cette extension est la réglementation financière actuelle. Les pratiques de la finance sont enchâssées dans des normes financières et des réglementations qui reposent sur les principes de

la finance classique (optimisation du couple risque-rendement) et imposent les outils de celle-ci (indices de référence, calculs de risque avec probabilités).

Prenons deux exemples récents, l'un à l'échelle macroéconomique, celle de l'organisation des marchés, l'autre à l'échelle microéconomique, celle des compagnies d'assurance. En 2014, la directive 2014/65/UE du Parlement européen, relative aux marchés d'instruments financiers (directive MIF2), a remodelé l'organisation de l'espace boursier européen. Son objectif déclaré est de faire tendre les échanges réels vers une forme « idéale » dont le préambule indique clairement qu'elle doit refléter la théorie financière classique. Cette contrainte réglementaire impose la notion de prix arbitré par une condition sur le couple risque-rendement.

Quant aux compagnies d'assurance, elles ont toujours dû calculer des montants minimums de réserves. Mais la directive 2009/138/CE du Parlement européen, dite Solvabilité II, impose de nouveaux modes de calcul de ces réserves, qui valident la théorie financière de l'arbitrage. On assiste donc à une « naturalisation » de la finance classique *via* les instruments de gestion des risques imposés par les normes financières. En cela, les instruments de calcul et les réglementations impliquent et, peu à peu, réalisent le monde financier imaginé par la théorie financière classique. Calculs et institutions se répondent en écho pour façonner une société qui se financiarise inexorablement dans cette direction.

Tant que la finance dite éthique reste cantonnée à l'éthique déontologique, elle demeure sans effet sur cette structure de financiarisation. De même que l'on parle d'investissements socialement responsables, il serait donc nécessaire que la réglementation soit aussi socialement responsable. C'est une question politique. Mais pour le moment, l'avalanche réglementaire consolide et durcit la finance classique. Elle favorise l'optimisation du couple risque-rendement grâce à des critères tels que la calculabilité généralisée du risque par des probabilités et des lois simples des grands nombres. Les grands nombres, les moyennes, au détriment des individus : le contraire de ce que recherche la finance éthique. Il est plus que temps qu'elle complète son approche déontologique par une analyse critique des instruments financiers. ■



Réagissez au
Point de vue sur
www.pourlascience.fr