HAL open science

L'investissement socialement responsable: des épargnants particuliers aux investisseurs institutionnels de long terme

Samer Hobeika

To cite this version:

Samer Hobeika. L'investissement socialement responsable: des épargnants particuliers aux investisseurs institutionnels de long terme. Economies et finances. Ecole Polytechnique X, 2011. Français. ⟨NNT : ⟩. ⟨pastel-00680255⟩

HAL Id: pastel-00680255

https://pastel.hal.science/pastel-00680255v1

Submitted on 19 Mar 2012

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Autorisation HAL

HAL Authorization

THÈSE

Pour l'obtention du grade de

Docteur de l'École Polytechnique
Spécialité : Économie

Présentée et soutenue publiquement par

Samer Hobeika

le 16 décembre 2011

L'INVESTISSEMENT SOCIALEMENT RESPONSABLE : DES ÉPARGNANTS PARTICULIERS AUX INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS DE LONG TERME

SOCIALLY RESPONSIBLE INVESTMENT: FROM RETAIL CLIENTS TO LONG-TERM INSTITUTIONAL INVESTORS

Directeur de thèse : Jean-Pierre Ponssard

Membres du jury

Gunther Capelle-Blancard
Professeur, Université Paris 1, *rapporteur*

Patricia Crifo
Professeur, Université Paris-Ouest & École Polytechnique, *président*

Éric Giraud-Héraud
Directeur de recherche à l'INRA, *rapporteur*

Anne-Catherine Husson-Traore
Directrice générale, Novethic (groupe Caisse des Dépôts)

Jean-Pierre Ponssard
Professeur, École Polytechnique

L'École Polytechnique n'entend donner aucune approbation,
ni improbation, aux opinions émises dans les thèses.
Ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

À ma famille.

Remerciements

C'est avec un grand plaisir que j'écris ces quelques lignes. Faire une thèse est un exercice que l'on peut qualifier sobrement de difficile, mais dont on retient en fin de compte l'immense satisfaction du travail accompli et la fierté d'avoir repoussé ses limites. Et si l'on est souvent seul face à son écran, l'entreprise est tout sauf solitaire. C'est pourquoi j'aimerais prendre le temps de remercier ici les personnes sans qui je ne serais pas en train d'écrire ces remerciements, tout en m'excusant de l'ordre aléatoire ou d'inévitables oublis.

Cette thèse s'est effectuée dans le cadre d'un contrat CIFRE entre le laboratoire d'économétrie de l'Ecole Polytechnique et Novethic, centre de recherche sur l'ISR et filiale de la Caisse des dépôts. Elle a beaucoup bénéficié des activités de recherche mises en place par Jean-Pierre Ponssard au sein du laboratoire grâce au soutien des chaires, et plus particulièrement de la chaire Finance Durable et Investissement Responsable (FDIR).

Ma reconnaissance va avant tout aux personnes qui m'ont encadré et dont la complémentarité a maintenu le moteur en marche : mon directeur de thèse Jean-Pierre Ponssard, Patricia Crifo, responsable de la chaire FDIR, ainsi qu'Anne-Catherine Husson-Traore, directrice générale de Novethic. Dans l'articulation entre travaux académiques et professionnels, dans l'évolution des sujets abordés par la thèse, et dans son cheminement ardu, ils ont su prodiguer les conseils qu'il fallait, allier compréhension et nécessaires recadrages, et surtout me pousser à y croire et à réaliser ce petit miracle qu'est l'aboutissement de ce travail.

Je remercie également les autres membres de mon jury, Gunther Capelle-Blancard et Éric Giraud-Héraud, dont les travaux et les commentaires ont enrichi cette thèse.

Je tiens à remercier, au sein de Novethic et du groupe Caisse des dépôts, les personnes qui m'ont accompagné, ont cru en ce travail et m'ont apporté un soutien inestimable, tant professionnel que personnel. Ma reconnaissance va à nouveau à Anne-Catherine Husson-Traore, qui n'a jamais détourné son regard expert et critique de mes travaux ; à Dominique Blanc, responsable du centre de recherche ISR de Novethic, qui a assisté à mes premiers pas (et à tous les suivants) dans ce domaine ; Aela Cozic, Yann Gérain, Batiste Goldet et Delphine Leconte, mes autres compagnons de route au sein de cette équipe dont la contribution à l'essor de l'ISR est unanimement saluée ; Annie Degen, qui porte avec courage le flambeau de l'investissement responsable au sein de la Caisse des dépôts ; et Anne Haudry de Soucy, qui assure pour la Caisse des dépôts la bonne marche du Club des Investisseurs de Long Terme et sans qui le projet de recherche impliquant les membres de ce club n'aurait jamais vu le jour.

Dans ce cadre professionnel, je me dois également de remercier les personnes qui ont été à mes côtés à un moment ou un autre et qui ont rendu cette expérience bien plus agréable. Toute l'équipe de Novethic passée et actuelle ainsi que les membres du département développement durable de la Caisse des dépôts : Pascale Chapron, notre grande sœur à tous, Hassen Ahlamine, Emmanuel Rochette, Armelle Coquelin, Véronique Smée, Anne Farthouat, Célia Juère, Juliet Robey, Lucas Grenier, Thomas Sanchez, Thomas Lafarie, Corinne Brunet, Béatrice Héraud, Pauline Rey-Brahmi, Rouba Naaman, Caroline Estimé, Caroline Richard, Hortense Meunier, Héléna Charrier, Stanislas Kruszinsky, François Pasquier, Nicolas Blanc ; et bien sûr Jean-Pierre Sicard, notre président mélomane.

J'aimerais aussi remercier les personnes que j'ai pu côtoyer dans ce contexte professionnel et qui ont enrichi ma connaissance des acteurs de la finance et de l'ISR. Au sein de la Caisse des dépôts, je pense particulièrement aux personnes impliquées dans la gestion d'actifs, la stratégie ou le développement durable, avec qui j'ai travaillé au déploiement des Principes pour l'Investissement Responsable : en plus d'Annie Degen et Héléna Charrier que j'ai déjà citées, Alain Minczeles, Laurent Deborde, Bernard Icard, Michel Giraud, Pascal Coret, Didier Janci, et Blaise Desbordes. Je remercie également l'ensemble des personnes au sein des sociétés de gestion, investisseurs institutionnels, agences de notation ou autres, que j'ai pu rencontrer dans le cadre de mes travaux à Novethic, et qu'il serait trop long de lister ici, même si j'en nommerai quelques-unes : Nada Villermain-Lecolier du Fonds de Réserve des Retraites ; Olivier Bonnet de l'ERAFP ; Hervé Guez de Natixis AM ; Gilles Maddalena d'Amundi ; et tant d'autres.

Je remercie également les personnes, au sein des sociétés de gestion, agences de notation, organismes certificateurs, régulateurs, ainsi que les membres du Club des Investisseurs de Long Terme, qui ont accepté de répondre à mes questions par écrit ou en entretien et dont les contributions ont été essentielles à la réalisation de cette thèse. Je ne peux m'empêcher de remercier nommément Isabelle Cabos, de la Banque Européenne d'Investissement, qui m'a accueilli toute une journée à Luxembourg et m'a permis de mieux connaitre cette institution.

Ce travail a également bénéficié du cadre riche de la chaire FDIR, dont je remercie tous les chercheurs présents et passés pour la présentation de leurs travaux et pour les remarques et échanges suscités lorsque j'ai présenté les miens. Au sein du département d'économie de l'École Polytechnique, je remercie particulièrement Diane-Laure Arjaliès et Édouard Challe, ainsi que Dominique Plihon (Université Paris Nord), qui ont assisté Jean-Pierre et Patricia dans l'encadrement de ma thèse ; Sylvaine Poret qui a été une relectrice assidue de mes travaux intermédiaires ; mes compagnons de thèse passés ou présents du « bureau RSE-ISR » qui font vivre ces sujets innovants dans un environnement de recherche plus traditionnel : Vanina Forget, François Perrot, Delphine Prady et Samuel Touboul. Vanina a été un soutien très précieux tout le long de cette thèse. Merci aussi à Guy Meunier pour l'organisation, avec Vanina, du séminaire RSE et Environnement. Je remercie également toutes les autres personnes avec qui j'ai pu échanger des idées, des réflexions ou des cafés, notamment mes premiers collègues de

bureau, Julie Tisserond, Jean-Philippe Nicolaï et Jorge Zamorano, ainsi que Julien Vauday et Simon l'Abbé St-Vincent.

Je tiens de plus à exprimer toute ma reconnaissance aux personnes sans qui le laboratoire ne pourrait fonctionner et sur qui j'ai toujours pu compter, en particulier Christine Lavaur, Eliane Madelaine, Chantal Poujouly et Lyza Racon.

Le monde académique ne s'arrête pas à Palaiseau, et j'ai pu rencontrer et échanger avec d'autres chercheurs impliqués sur mes thématiques. Je remercie notamment Bastien Drut, Marco Heimann, Afshin Mehrpouya, Jonas Nilsson, et Aurélien Petit. Plus généralement, je salue le dynamisme du *PRI Academic Network*, dont la conférence à Stockholm m'a exposé à une grande richesse de sujets et de chercheurs sur les thèmes de l'investissement responsable.

Sur un plan personnel, je dois ma persévérance au soutien de mes amis, qui ont supporté mes complaintes et mes atermoiements avec une sainte patience. En espérant ne vexer personne par omission, je remercie de tout cœur Aïda et Édouard de Labareyre, Nicolas Carré, Nicolas Clerc, Lucie Maquet, Denis Gandin, Emmanuel Cédrini, Alexandre Dozières, Florent d'Halluin, Adrien et Amélie Perret, Julien Dupont, Quentin Dérumaux, Diem Crenais, Romain Pechayre, Romain Hennequin, Sébastien Saunier, Brian Boulanger, Ayoub Semaan, Hala Madi, Patrick Higgins, Simon Martenot, Xavier Duchatel, Oskar Lecuyer, Raphael Contamin, Laura Guillemin, Arnaud Philippe, Yann Raineau, Vincent Cristia, Laurent Arnoult, Sebastián Cortés, Aude Hofleitner, Ryan Herring, Diane Jammaron et Hubert Heidsieck. Ces personnes et bien d'autres m'ont donné le petit coup de pouce ou le gros coup de pied aux fesses quand j'en avais besoin. J'aimerais également remercier Declan McCavana et l'amiral Philippe Alquier. De plus, à titre préventif, mes remerciements et mes excuses à toute personne qui aurait cherché son nom dans ces lignes sans le trouver…

Last but not least, mes derniers remerciements vont naturellement à ma famille, en particulier ma mère Gretta, mon père Antoine, ma sœur Maya, et mes frères Imad et Marwan. Si je ne les liste pas tous ici, famille nombreuse oblige, ils n'ont pas besoin de ces lignes pour savoir que c'est grâce à eux que j'ai pu arriver là.

Paris, le 22 novembre 2011.

Cette thèse a bénéficié du soutien financier et humain de Novethic, de la Caisse des Dépôts, ainsi que de l'Association Nationale de la Recherche et de la Technologie.

Table des matières

Introduction 9
1 L'investissement socialement responsable 9
2 Contexte de recherche 28
3 Contributions de la thèse 30
4 Pistes de recherche et conclusion 36
Bibliographie 39

I. Le développement de l'ISR en France : une analyse économique du rôle des labels 43
Introduction 44
1 Revue de littérature 47
2 Questions de recherche et méthodologie 54
3 Complexité du marché 58
4 Comparaison des différents labels 70
5 Conclusion 75
Bibliographie 79
Annexe 1 : Les labels en détail 82
Annexe 2 : Panorama de l'offre de produits ISR retail 92
Annexe 3 : Analyse détaillée des labels ISR 98
Annexe 4 : Liste des entretiens effectués 103

II. Concurrence stratégique entre labels : le cas de l'ISR en France 105
Introduction 106
1 Objectifs stratégiques des labels 107
2 Évolution des labels 109
3 Le cas d'autres marchés 118
4 Le cas de l'ISR 121
5 Conclusion 129
Bibliographie 131
Annexe : Liste des entretiens effectués 133

III. Where do long-term investors stand on responsible investment debates? 135
Introduction 136
1 Research context 137
2 Methodology 140
3 Survey results 143
4 Discussion and conclusion 156
Bibliography 159
Appendix 1 - The Long-Term Investors Club (LTIC) 161
Appendix 2 – Insights on the LTIC members 163
Appendix 3 – Questionnaire sent to LTIC members 166

Table des illustrations

Figure 1 – Signataires des PRI (à mi-année) 20
Figure 2 – Marché ISR français 22
Figure 3 – Part d'ISR dans les fonds ouverts de droit français 22
Figure 4 – Part d'ISR dans l'épargne salariale diversifiée 23
Figure 5 – Part d'ISR dans la gestion dédiée institutionnelle 23
Figure 6 – Utilisation des approches extra-financières 60
Figure 7 – Répartition des fonds ISR par classe d'actifs 62
Figure 8 – Présentation des approches adoptées pour les fonds ISR 63
Figure 9 – Definitions of long-term investing 144
Figure 10 – Definitions of ESG integration 145
Figure 11 – Main investment objectives 146
Figure 12 – Motivations for articulating long-term and ESG 147
Figure 13 – Priority ESG issues 148
Figure 14 – Priority asset classes for ESG integration 149
Figure 15 – ESG integration practices adopted 150
Figure 16 – ESG integration definitions and practices 151
Figure 17 – ESG integration practices by asset class 153
Figure 18 – ESG integration prioritisation and practices by asset class 153
Figure 19 – Initiatives adopted regarding ESG integration 154
Figure 20 – Tools implemented regarding ESG integration 155
Figure 21 – Sources of ESG information 155

Introduction

L'investissement socialement responsable, que l'on peut définir comme la prise en compte de critères non financiers dans la gestion financière, est un phénomène qui gagne de l'ampleur, en particulier depuis les années 2000. Il est l'objet de la présente dissertation, qui s'intéresse à deux types d'investisseurs potentiellement impliqués dans ces pratiques : les épargnants particuliers et notamment la certification des produits qui leur sont destinés, et les grands investisseurs institutionnels de long terme. Cette introduction vise à présenter en détail l'investissement socialement responsable, son historique, les approches qu'il englobe, les débats qui l'animent, ainsi que les différents marchés concernés. Est ensuite détaillé le contexte de recherche de cette thèse, à l'interface entre monde professionnel et monde académique. Viennent enfin les contributions qu'elle apporte, ainsi que des pistes de recherche future.

1 L'investissement socialement responsable

1.1 Historique

Il est admis que l'ISR tel qu'il est pratiqué aujourd'hui trouve ses origines dans des approches motivées par la religion chrétienne, qu'elle soit catholique ou protestante. De façon naturelle, les congrégations religieuses ont voulu mettre leurs investissements en adéquation avec leurs principes. Deux types de stratégie ont dominé les débuts de l'ISR : les exclusions sectorielles et l'actionnariat actif. Les groupes religieux chrétiens ont cependant été à l'initiative d'autres approches ISR, même si d'autres institutionnels plus importants en masse d'encours ont depuis pris le relais.[1]

1.1.1 Les exclusions sectorielles

Dès 1760, John Wesley, fondateur du Méthodisme, a insisté sur le lien entre éthique et utilisation de l'argent. Pour lui, l'investisseur doit agir non pas en propriétaire, mais en régisseur (*steward/custodian*) de biens, et ne doit pas créer de la richesse en nuisant à son prochain. Il a ainsi été l'un des premiers contempteurs de l'esclavage, à l'instar des Quakers, les membres de la *Religious Society of Friends*. Ces derniers, dès la fin du XIXe siècle, ont intégré des considérations extra-financières dans leurs choix d'investissement par une stratégie d'exclusion de secteurs d'activités orientée vers la satisfaction de convictions religieuses.

1.1.1.1 Aux États-Unis

Le *Pioneer Fund*, premier fonds socialement responsable, a été lancé en 1928 à l'instigation du Conseil Fédéral des Églises Américaines. Sa politique d'investissement excluait les sociétés dont les activités étaient en relation avec l'alcool, le tabac et la

[1] La description de l'historique de l'ISR s'appuie notamment sur Giamporcaro-Saunière et Alberola (2006), Schueth (2003) et Plihon et Ponssard (2002).

pornographie, des secteurs que l'on retrouve encore aujourd'hui sur la liste noire des fonds ISR dits éthiques.

L'accès à ce fonds est cependant restreint, et il faut attendre 1971 pour voir le premier fonds commun de placement éthique accessible aux investisseurs particuliers, le *Pax World Fund*. Outre l'exclusion des « *sin stocks* » traditionnels comme le tabac ou les jeux d'argents, ce fonds visait à permettre aux investisseurs d'éviter l'investissement dans des entreprises susceptibles de tirer profit de la guerre du Vietnam, *pax* signifiant paix en latin.

1.1.1.2 En Europe

Le premier produit d'investissement éthique en Europe a été lancé par une association suédoise de lutte contre l'alcoolisme (*Swedish temperance society*), sous la forme d'un fonds nommé *Ansvar*. À l'instar du fonds *Pioneer*, il était cependant réservé aux sympathisants du mouvement.

Au Royaume-Uni, les exclusions éthiques font partie des règles d'investissement de l'Église anglicane dès 1948 et la création des *Church Commissioners*. Un organe similaire est créé par l'Église méthodiste en 1960.

En France, les deux premiers fonds éthiques ont été lancés à l'intention des investisseurs religieux chrétiens. La société financière Meeschaert et l'association Éthique et Investissement (initiée par un groupe de religieuses économes générales de leur congrégation) lancent ainsi en 1983 le fonds Nouvelle Stratégie 50, qui exclut notamment les secteurs du tabac, de l'armement, de l'alcool, de la pornographie et des jeux d'argent. La société de gestion, très orientée vers une clientèle chrétienne, retiendra ces critères d'exclusion pour ses autres fonds ISR. Le deuxième fonds historique est Hymnos, lancé par le Crédit Lyonnais en 1989 pour répondre spécifiquement à la demande des congrégations religieuses. Un comité éthique, composé d'une vingtaine de personnalités laïques et religieuses, se réunit chaque trimestre pour réfléchir aux critères éthiques à retenir pour évaluer les sociétés secteur par secteur et pour s'assurer que la sélection des titres tient compte de ces critères. Les entreprises sélectionnées doivent impérativement avoir des activités s'accordant avec une éthique chrétienne et humaniste.

1.1.2 L'actionnariat actif

Les premières résolutions ISR ont été déposées vers la fin des années soixante aux États-Unis par des groupes d'Églises et des associations étudiantes concernant la guerre du Vietnam. Un autre sujet de prédilection a été l'apartheid en Afrique du Sud ; à ce sujet, l'église épiscopale américaine a déposé en 1971 une résolution à l'assemblée générale de General Motors. L'ensemble de ces initiatives a conduit deux ans plus tard à la création de l'*Interfaith Center on Corporate Responsibility* (ICCR), regroupant aujourd'hui 275 institutions protestantes, catholiques et juives détenant plus de 120 milliards de dollars. Cette organisation a depuis été à la pointe de l'activisme actionnarial sur des questions sociales aux États-Unis.

Les activistes religieux au Royaume-Uni ont également participé à cette campagne contre l'apartheid durant la période 1970-1984, notamment en mettant en cause la banque Barclays et la compagnie pétrolière Royal Dutch Shell. Leurs efforts visaient notamment à convaincre des investisseurs institutionnels de se désinvestir de ces compagnies, ce qui a conduit Barclays à se retirer partiellement d'Afrique du Sud en 1985. D'ailleurs, la montée en puissance de cette campagne des deux côtés de l'Atlantique s'est traduite par le départ de plus des deux tiers des entreprises américaines implantées en Afrique du Sud.

1.1.3 Autres approches ISR

On connait le rôle des investisseurs religieux dans l'essor de l'investissement éthique, incluant les exclusions sectorielles et l'activisme actionnarial, mais on oublie parfois qu'ils ont également contribué au développement d'autres approches de l'ISR. Ainsi, EIRIS, principal fournisseur de recherche extra-financière sur les émetteurs au Royaume-Uni, a été créé sous l'impulsion des *Quakers* et de l'Église méthodiste en 1983. À cette époque, il n'y avait guère de fonds susceptibles de recourir à ses analyses, et les sponsors religieux d'EIRIS ont fait le pari réussi que la demande suivrait l'offre.

Ainsi, ces investisseurs chrétiens ont été des investisseurs socialement responsables pionniers, en adoptant de nouvelles pratiques qui ont structuré le mouvement de l'ISR : le désinvestissement d'entreprises engagées dans des secteurs ou des pratiques jugées irresponsables, l'engagement d'un dialogue avec les entreprises et l'exercice du droit de vote, et plus récemment l'investissement dans des entreprises qui présentent de bonnes pratiques sociales et environnementales.

Aujourd'hui, les encours ISR détenus par les Églises et congrégations religieuses sont très marginaux par rapport à ceux des investisseurs institutionnels comme les assureurs, les organismes de prévoyance ou les institutions de retraite. Ces derniers ne partagent pas vraiment, surtout en France, leur vision de ce que doit être la prise en compte de critères extra-financiers, et penchent majoritairement pour des approches de sélection des émetteurs ayant les meilleures pratiques. Paradoxalement, l'ISR, tel qu'il a été développé ces dix dernières années par la plupart des sociétés de gestion en France, affiche même une certaine aversion pour les approches éthiques. Cette aversion répond à deux facteurs : les problèmes de gestion financière que pose l'exclusion de certains titres ou secteurs et la difficulté de trouver une éthique commune dès qu'on s'adresse à des investisseurs qui ne sont pas réunis par la même conviction religieuse. Les offreurs ont largement préféré mettre l'accent sur une approche de développement durable concentrée sur les enjeux Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance.

Ceci étant, la demande de certains investisseurs, plutôt en Europe du Nord, et les campagnes d'ONG comme Amnesty, ont, même en France, abouti à la généralisation d'au moins une exclusion d'ordre éthique, celle qui s'applique aux armes controversées (mines antipersonnel et bombes à sous-munition).

1.2 Les approches ISR

Les évolutions de l'ISR ont ainsi conduit à une multiplication des approches, que l'on peut tenter de catégoriser aujourd'hui comme suit, sachant que plusieurs approches peuvent être cumulées au sein d'un fonds ISR.

1.2.1 La sélection ESG

Elle consiste à analyser les pratiques environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) des émetteurs considérés en s'appuyant sur diverses sources d'information : agences de notation extra-financière, qui analysent les émetteurs sur une batterie de critères ESG, ONG, brokers, veille informationnelle, ainsi que de l'analyse en interne par une équipe dédiée, qui peut rencontrer les émetteurs. Les notations ou les analyses qualitatives qui sont produites peuvent être utilisées de plusieurs façons, notamment :

- la sélection des émetteurs les mieux notés au sein de leur secteur, selon des seuils d'inclusion définis (approche « *best-in-class* »)
- la surpondération des émetteurs les mieux notés dans le portefeuille final
- la sélection des émetteurs présentant un potentiel et une volonté d'amélioration de leurs pratiques ESG (approche « *best effort* »)

1.2.2 L'exclusion normative

Elle consiste à exclure les émetteurs coupables de violations de certaines normes et conventions internationales. Les référentiels les plus cités sont :

- Les dix principes du Global Compact des Nations Unies, répartis en quatre catégories :
    - Droits de l'homme
    - Droit du travail (selon les conventions fondamentales de l'OIT)
    - Environnement
    - Lutte contre la corruption
- Les conventions fondamentales de l'Organisation Internationale du Travail (OIT)
- La Déclaration Universelle des Droits de l'Homme (DUDH)
- Ainsi que certaines pratiques comme le travail des enfants, la discrimination raciale, l'expérimentation animale ou la responsabilité dans des catastrophes environnementales.

Le périmètre d'analyse des pratiques peut inclure les fournisseurs et sous-traitants, dans la mesure où l'entreprise choisit ces acteurs et peut avoir une influence sur leurs pratiques.

1.2.3 L'exclusion sectorielle

Elle consiste à exclure les entreprises tirant une part de leur chiffre d'affaires d'activités controversées, généralement comprises dans cette liste :

- Armement et défense : tous, ou armes interdites par des conventions internationales (bombes à sous-munitions, mines antipersonnel)
- Tabac

- Alcool
- Jeux d'argent
- Pornographie
- Fourrure
- Exclusions environnementales
    - Nucléaire
    - Pétrole
    - OGM
    - Ingénierie génétique en milieu naturel
    - Agriculture génétiquement modifiée
    - Agrochimie et produits chlorés
    - Chimie
    - Thermalisme, piscines, eau en bouteille

Le seuil retenu, souvent de l'ordre de 5% du chiffre d'affaire, peut varier, de même que le périmètre observé, qui peut s'étendre aux filiales.

Les exclusions sectorielles sont souvent sujettes à des spécificités culturelles ; elles sont par exemple plus rares en France, voire inexistantes dans le cas du nucléaire.

En fonction de la définition retenue qui peut être plus ou moins restrictive, cette approche seule peut ne pas être assimilable à de l'ISR stricto sensu, dans la mesure où les émetteurs ne sont pas analysés sur leurs pratiques ESG mais sur leur activité. Elle doit donc être combinée à d'autres approches systématiques du type sélection ESG, exclusions normatives ou actionnariat actif.

1.2.4 La sélection thématique ou sectorielle ESG

Elle consiste à choisir des entreprises actives sur des thématiques ou secteurs liés au développement durable :

- L'approche sectorielle, plus spécifique, sélectionne les entreprises actives dans un ou plusieurs secteurs, par exemple :
    - Énergies renouvelables
    - Eau
    - Santé
    - Déchets
- L'approche thématique est plus vaste et peut combiner des choix sectoriels à une sélection de certaines pratiques environnementales ou sociales. Exemples de thématiques :
    - Le changement climatique : le gérant peut retenir des entreprises du secteur des énergies renouvelables, mais aussi des entreprises exemplaires en matière d'émissions de CO_2.
    - L'éco-efficience, la consommation de ressources naturelles
    - Le vieillissement de la population

Les entreprises peuvent être éligibles si la part de leur chiffre d'affaires tirée du secteur d'activité est au-dessus d'un certain seuil, ou si elles sont en position dominante sur le marché en question.

L'approche thématique ou sectorielle ESG peut concerner l'ensemble d'un fonds ou se limiter à une poche de l'actif total. Elle peut également conduire, lorsqu'elle est combinée à une approche de sélection ESG, à une surpondération d'un pilier (généralement l'environnement ou le social selon la thématique retenue) par rapport aux deux autres.

À l'instar des exclusions sectorielles, pour entrer dans le scope d'une définition restrictive de l'ISR, cette approche doit être combinée à d'autres approches analysant les pratiques des émetteurs, et non pas uniquement leur secteur d'activité.

1.2.5 L'actionnariat actif ou engagement actionnarial

L'engagement actionnarial désigne le fait pour un investisseur de prendre position sur des enjeux ESG et d'exiger des entreprises visées qu'elles améliorent leurs pratiques dans la durée. Ces exigences sont formulées via une démarche structurée comprenant un dialogue direct avec l'entreprise et un suivi dans le temps. L'investisseur peut utiliser plusieurs leviers de pression lorsque la démarche de dialogue s'avère infructueuse : une communication publique sur l'avancement du processus d'engagement et sur les insuffisances de l'entreprise dans le domaine extra-financier, un impact sur la gestion allant du gel de la position au désinvestissement, ainsi que l'exercice de ses droits d'actionnaire : questions en assemblée générale, refus des résolutions proposées, soutien ou dépôt de résolutions externes.

1.2.6 L'intégration ESG ou *mainstreaming*

En parallèle du développement de l'ISR, les gestions d'actifs traditionnelles, dites *mainstream*, ont ainsi commencé à s'approprier certains enjeux Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance (ESG), mais de façon moins structurée que dans le cas des fonds ISR, et avec un impact non systématique. On a alors parlé d'intégration ESG ou de « *mainstreaming* » pour qualifier ces pratiques.

Aujourd'hui, alors que de telles démarches se répandent, il reste difficile de les définir précisément, et il convient de les distinguer de l'ISR. En effet, contrairement à l'ISR qui implique une prise en compte systématique de multiples critères ESG dans les décisions d'investissement, l'intégration ESG se pratique au cas par cas, le plus souvent en ne prenant en compte que les enjeux extra-financiers considérés comme ayant un impact direct sur la performance d'une entreprise à moyen-long terme.

1.2.7 Les fonds solidaires

Les fonds solidaires n'entrent généralement pas dans la définition de l'ISR, mais plus largement dans le champ de la finance responsable et sociale. Ces fonds sont de deux types :

- Les fonds dits 90/10, qui investissent jusqu'à 10% de leurs encours dans des activités à fort impact social ou environnemental, comme des entreprises de réinsertion, des logements sociaux ou encore du microcrédit.
- Les fonds de partage, qui reversent une part de leur revenu ou de leur performance à des organismes solidaires (associations, ONG…)

Dans ces deux cas, l'approche solidaire concerne au maximum 10% de l'encours du fonds, sans conditions sur les 90% restants. Il est donc courant que les fonds solidaires soient également ISR, en appliquant une ou plusieurs des approches ISR précitées à la partie du fonds investie de façon classique.

1.3 Débats et enjeux

Les origines éthiques de l'ISR, l'évolution des pratiques, la diversité des approches selon les pays, le développement de l'investissement responsable auprès de différents types d'investisseurs… Autant d'éléments ayant contribué à nourrir des débats, tant académiques que professionnels, autour de l'ISR, sur cinq dimensions intimement liées : les motivations, les pratiques dominantes, leur impact financier, leur impact sociétal, et leur périmètre de déploiement.

1.3.1 Les motivations

Les investisseurs se disant responsables affichent des motivations qui peuvent être multiples, classées en quatre catégories : éthiques, réputationnelles, financières, et sociétales. Ces motivations peuvent bien sûr se combiner. Les motivations éthiques sont à l'origine de l'ISR comme vu précédemment ; elles visent à mettre les investissements en conformité avec la morale et les valeurs de l'investisseur. Elles peuvent se rapprocher d'une certaine façon du souci d'un investisseur de préserver sa réputation, deuxième motivation identifiée : afin de ne pas s'exposer à des controverses vis-à-vis de ses clients, bénéficiaires ou autres parties prenantes, un investisseur peut choisir d'adopter des pratiques ISR. On a vu cela aux Pays-Bas par exemple, où les principaux fonds de pension ont été stigmatisés par une émission de télévision (Zembla) pour leurs investissements dans des fabricants d'armes et dans des entreprises impliquées dans des dommages environnementaux et dans le travail des enfants. Troisième motivation, et non des moindres puisqu'elle a animé l'essor de l'ISR en France et continue d'alimenter les débats académiques et professionnels, plusieurs investisseurs croient en un lien entre investissement responsable et impact financier, que ce soit en matière de performance accrue ou de réduction des risques. Enfin, l'impact positif de telles démarches sur la société et sur l'environnement peut également justifier leur mise en place, même si là aussi l'existence et la mesure de cet impact font débat. Cela recoupe notamment le message commercial de certains promoteurs de fonds ISR, qui mettent en avant auprès des investisseurs particuliers une telle contribution positive de leurs investissements.

1.3.2 Les pratiques

L'ISR regroupe une certaine diversité de pratiques, et au-delà de la définition de base englobant toutes ces pratiques, la préférence des investisseurs pour l'une ou l'autre varie selon leur type, leur motivation ou encore leur culture. Ainsi, les investisseurs religieux parleront d'éthique et d'exclusion d'activités ou de pratiques controversées, les investisseurs particuliers pourront penser à des activités environnementales comme les énergies renouvelables ou à un impact social comme dans le cas des fonds solidaires, les sociétés de gestion françaises pencheront pour l'approche *best-in-class*, les anglaises

pour de l'engagement, et les investisseurs institutionnels, dans la lignée des Principes pour l'Investissement Responsable (initiative internationale décrite plus loin), favoriseront l'intégration ESG consistant à prendre en compte ces enjeux au cas par cas sur l'ensemble de la gestion, sans forcément de règle systématique.

1.3.3 L'impact financier

Sans doute le débat le plus actif dans la littérature académique et professionnelle (voir Capelle-Blancard et Monjon 2010 ; Margolis, Elfenbein et Walsh 2007 ; UNEP-Fi et Mercer 2007 ; Mercer 2009 ; UFG-LFP 2009 ; Trucost 2010), la question du lien entre ISR et performance financière est loin d'être tranchée. Il existe une croyance, notamment au sein des partisans de la sélection *best-in-class* et de l'intégration ESG, que de telles approches peuvent conduire à une meilleure performance financière à long terme et contribuer à réduire les risques. Cela se ferait notamment en détectant les entreprises ayant de moindres risques réputationnels, réglementaires, ou encore concurrentiels (Crifo et Mottis 2011). Cependant, la plupart des études sur le sujet n'apportent pas de résultats concluants sur l'existence et l'effet d'un tel lien. La diversité des approches ISR (Capelle-Blancard et Monjon 2010) et des critères utilisés (Cavaco et Crifo 2010) ne simplifie d'ailleurs pas le débat. Le fait est qu'il n'existe pas de consensus aujourd'hui sur la question, si ce n'est que le lien ne semble pas statistiquement significatif. Beaucoup d'investisseurs pensent cependant qu'un tel lien positif existe sur le long terme, alors que d'autres pensent que les approches ISR ne répondent pas à des considérations financières.

1.3.4 L'impact sociétal

Le sujet de l'impact des démarches ISR sur l'environnement et la société commence à intéresser les praticiens, même si les études sont considérablement moins nombreuses que celles sur l'impact financier. Pourtant, cet impact sociétal fait partie du message porté par ces approches, que ce soit pour les fonds réservés aux investisseurs particuliers ou encore dans le rôle que revendiquent certains grands investisseurs institutionnels. Une des premières sociétés de gestion à s'être intéressées au sujet est Pictet (Pictet 2008), qui a tenté de comparer un portefeuille ISR à un portefeuille classique en matière d'émissions de CO_2 et de création d'emplois, partant du constat que l'ISR présentait un paradoxe : prise en compte de critères extra-financiers, mais focalisation sur la performance financière au détriment de la performance extra-financière. Ce premier exercice a encouragé plusieurs tentatives de mesurer une telle performance, même si les méthodologies sont encore balbutiantes et donc contestables. Comme l'a souligné cette étude, il reste surprenant que cette performance, réelle ou supposée, n'ait pas été plus tôt l'objet d'études approfondies de la part des acteurs de l'ISR. Il n'est pas étonnant dans ce contexte que l'ONG environnementale les Amis de la Terre ait, dans un rapport (Les Amis de la Terre 2010), remis en cause la pertinence de l'ISR à travers ce prisme de l'impact sociétal discutable des fonds ISR.

1.3.5 Le périmètre

En lien avec le positionnement des acteurs de l'ISR sur les motivations, les pratiques et les impacts de ces approches, il existe un débat autour du périmètre que l'ISR est amené

à recouvrir. Pour certains, l'ISR doit rester un marché de niche qui s'adresse à des catégories d'investisseurs spécifiques ayant des motivations non financières. Pour d'autres, l'ISR a vocation à disparaitre en se diffusant dans la gestion d'actifs traditionnelle, un phénomène appelé *mainstreaming* en anglais dans la littérature (Crifo et Mottis 2011, Arjaliès 2009). Ce débat est évidemment lié à celui sur l'impact financier de l'ISR, puisque les partisans de cette diffusion expliquent ce phénomène par la pertinence financière des critères ESG, alors que les partisans d'un marché de niche affirment que l'ISR s'adresse à un type d'investisseur spécifique et minoritaire, animé par des objectifs éthiques et sociétaux qui pourraient justifier une performance financière moindre. En outre, la définition du *mainstreaming* diffère selon la vision de l'ISR : Novethic (Novethic 2010) le définit comme l'intégration de critères environnementaux, sociaux et de gouvernance au cas par cas dans la gestion d'actifs traditionnelle, généralement des critères considérés comme ayant un impact financier à moyen-long terme. D'autres acteurs peuvent élargir cette définition et inclure des pratiques comme les exclusions éthiques et l'engagement.

1.3.6 La place des consommateurs individuels

Contrairement à d'autres marchés où le consommateur exerce un choix parmi plusieurs produits de consommation en concurrence, le marché des produits financiers est piloté par les offreurs. En effet, l'investisseur particulier décide rarement de sa propre initiative d'investir dans un fonds ; c'est généralement le conseiller financier de la banque dont il est client qui lui propose de tels produits. Comme l'a résumé un membre de l'Association française de gestion financière, un produit financier ne s'achète pas, il se vend. Partant de là, les sociétés de gestion ont souvent construit leur offre sur la base des attentes des investisseurs institutionnels, même les premiers fonds éthiques destinés aux congrégations religieuses. De plus, n'étant pas directement en contact avec les investisseurs individuels puisque les réseaux bancaires et d'assurance jouent le rôle d'intermédiaires, elles ne perçoivent ni leurs attentes, ni leur degré de connaissance (généralement très faible) des concepts liés à l'ISR. Ainsi, les investisseurs individuels ne prennent pas part aux débats qui animent les acteurs de l'ISR, et leurs attentes ne sont pas forcément reflétées dans l'offre que conçoivent les sociétés de gestion et la communication qui est faite autour. Le rapport des Amis de la Terre (les Amis de la Terre 2010) qui attaque les fonds ISR quasiment tous investis dans des multinationales controversées, et prône les fonds solidaires et thématiques environnementaux, souligne le décalage en France entre l'offre dominante de fonds *best-in-class* mal expliqués et les attentes de produits « purs » ayant un impact sociétal directement mesurable. Pourtant, ces mêmes particuliers qui n'ont pas voix au chapitre constituent un élément central des débats entre acteurs de l'ISR, notamment puisqu'ils sont la cible des initiatives de signal de la qualité.

1.3.7 Autres débats

La liste des débats qui animent l'ISR est encore longue, et tous ne peuvent pas être détaillés ici (voir par exemple Louche et Lydenberg 2011). On peut penser par exemple aux approches d'engagement et à l'opposition entre des démarches activistes et publiques et des démarches de dialogue privé ; au modèle économique des agences de

notation extra-financière, différent de celui des agences de notation financière et dont la viabilité pose question ; à la fiabilité de cette notation extra-financière, qui s'appuie souvent sur des données déclaratives faute de moyens ; à l'efficacité comparée des approches de sélection, d'exclusion et d'engagement dans l'amélioration des pratiques des entreprises ; etc.

Ainsi, l'ISR est un domaine en pleine évolution, théâtre de débats très vivants sur ses différents déterminants. C'est cette richesse d'enjeux liés aux motivations, aux pratiques, aux impacts et à la diffusion de l'ISR qui est à la base de cette thèse.

1.4 L'ISR dans le monde

Les deux premiers chapitres de cette thèse s'intéressent au marché français de l'ISR. Avant de décrire plus en détail ce marché et ses spécificités, il convient de présenter les principales caractéristiques de l'ISR dans le monde (en Europe, en Amérique du Nord et sur les autres marchés), ainsi que l'initiative internationale de référence en matière d'investissement responsable, les Principes pour l'Investissement Responsable, portés par les Nations Unies.

1.4.1 En Europe

Le marché ISR européen est mesuré tous les deux ans par l'association Eurosif, dont le but est la promotion de l'ISR en Europe. Un rapport (Eurosif 2010) présente des résultats agrégés et détaille les caractéristiques de chaque pays, en distinguant deux types d'ISR : le « Core SRI », censé recouvrir les approches ISR les plus structurées (sélection ESG, exclusions multiples), et le « Broad SRI », qui englobe des démarches considérées moins contraignantes (engagement, intégration ESG, exclusions simples). À fin 2009, les encours « core SRI » représentaient 1200 milliards d'euros à l'échelle des 14 pays européens inclus dans l'enquête, et les encours « broad SRI » 3800 milliards d'euros, pour un total de 5000 milliards d'euros. Un chiffre à prendre avec précaution puisqu'il regroupe des démarches très hétérogènes et majoritairement non systématiques, et qui cache des disparités importantes selon les pays. Ainsi, si les exclusions sectorielles et normatives restent l'approche dominante pour le « core SRI » en Europe et particulièrement aux Pays-Bas, au Royaume-Uni et dans les pays scandinaves, le *best-in-class* prévaut en France, en Finlande et en Belgique. La Suisse et l'Italie sont à mi-chemin puisque ces marchés combinent le plus souvent les deux types d'approches. Concernant le « broad SRI », l'intégration ESG arrive en tête et concerne rien qu'en France 1800 milliards d'euros ; elle est également présente au Royaume-Uni, par ailleurs champion de l'engagement actionnarial devant les Pays-Bas.

1.4.2 En Amérique du Nord

Aux États-Unis, d'après les chiffres du forum pour l'investissement responsable américain (USSIF 2010), un dollar sur huit est géré de façon socialement responsable, ce qui représente un marché de l'ISR de plus de 3000 milliards de dollars début 2010. Ce total correspond aux trois approches considérées ISR par le SIF : le *screening* (sélection ESG et exclusions), le *shareholder advocacy* (engagement actionnarial), et le *community investing* qui se rapproche de la finance solidaire puisqu'il consiste à investir

dans des zones économiquement sinistrées ou peu développées, que ce soit aux États-Unis ou dans un pays en voie de développement afin de rééquilibrer l'allocation des richesses au profit de ces zones. La définition de l'ISR et la distinction entre approches diffère donc de celles de l'Europe, même si on peut éventuellement comparer les chiffres américains à la somme des marchés « core » et « broad » en Europe.

Au Canada, l'ISR représente 530 milliards de dollars, soit un cinquième des actifs sous gestion, d'après l'Association Investissement Responsable (AIR 2011). Ces actifs sont principalement détenus par des caisses de retraite (85%). Une distinction selon des lignes comparables à Eurosif est faite entre les « stratégies ISR de base », qui représentent 66 milliards de dollars et regroupent les portefeuilles appliquant des filtres environnementaux et sociaux et les investissements à impact élevé, et les « stratégies ISR élargies » qui pèsent 465 milliards de dollars et englobent prise en compte de facteurs ESG, engagement actionnarial et capital-risque soutenant le développement durable. Dans son rapport, AIR explique que l'ISR répond à deux approches conceptuelles, l'une fondée sur les valeurs éthiques et qui correspond aux stratégies de base, et l'autre basée sur une optique fiduciaire de réduction des risques et d'accroissement du rendement et qui correspond aux stratégies élargies.

1.4.3 Sur les autres marchés

Après l'Europe et l'Amérique du Nord, c'est l'Océanie qui regroupe les encours ISR les plus importants, avec 18,2 milliards de dollars australiens à fin 2010 pour le « core SRI » et 74,8 milliards de dollars pour le « broad SRI » (RIAA 2011). La distinction suit des lignes proches des autres associations de promotion de l'investissement responsable, puisque le « core SRI » rassemble les stratégies de *screening*, les fonds thématiques, le microcrédit et les prêts verts, alors que le « broad SRI » comprend l'intégration ESG et les démarches d'engagement actionnarial.

Pour le reste du monde, l'ISR en est encore à ses balbutiements. La Société Financière Internationale (filiale de la Banque Mondiale) a publié un rapport en 2009 en partenariat avec Mercer (IFC & Mercer 2009) qui chiffre les encours ISR à environ 50 milliards de dollars américains dans les marchés émergents, souvent le fait d'investisseurs venant des pays développés. Les encours en intégration ESG s'élèveraient quant à eux à 250 milliards de dollars. Pour le détail des différentes zones émergentes, l'association ASrIA décrit un marché asiatique où l'offre de fonds ISR est essentiellement le fait du Japon et de Hong Kong. En Amérique latine, peu de données sont disponibles, si ce n'est que le marché « core ISR » serait principalement concentré au Brésil. Enfin, la création de l'AfricaSIF devrait permettre d'avoir des données sur un marché africain dominé par l'Afrique du Sud.

1.4.4 Les Principes pour l'Investissement Responsable (PRI)

Au-delà des marchés locaux, une initiative internationale d'envergure rassemble les investisseurs qui se veulent responsables. Il s'agit des Principes pour l'Investissement Responsable (PRI), portés par les Nations Unies.

En 2005, vingt investisseurs institutionnels venant de douze pays se sont regroupés sous l'égide du secrétaire général des Nations Unies, de l'initiative finance du Programme des

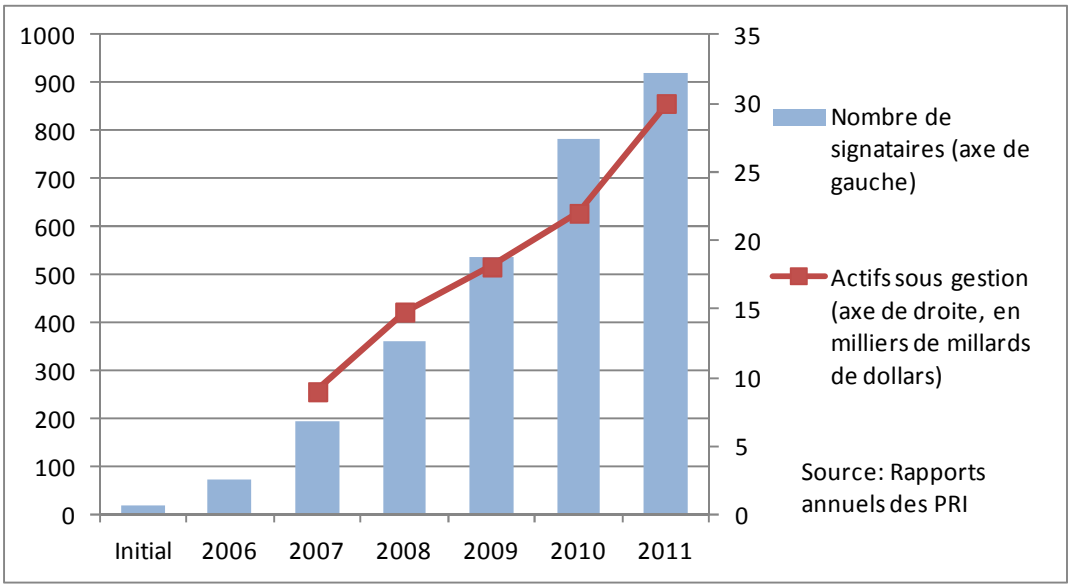
Nations Unies pour l'Environnement (UNEP-Fi) et du Global Compact des Nations Unies. Partant de la croyance que les questions environnementales, sociales et de gouvernance peuvent influer sur la performance financière et qu'il est donc de leur devoir fiduciaire de les prendre en compte, et convaincus que cela les mettrait mieux en phase avec les grands objectifs sociétaux, ils ont élaboré six principes d'investissement responsable, lancés formellement par Kofi Annan en avril 2006 au New York Stock Exchange.

Ces principes portent sur l'analyse ESG, l'engagement, le reporting, la collaboration et la promotion de ces pratiques :

1. Nous prendrons en compte les questions ESG dans les processus d'analyse et de décision en matière d'investissements.
2. Nous serons des investisseurs actifs et prendrons en compte les questions ESG dans nos politiques et pratiques d'actionnaires.
3. Nous demanderons aux entités dans lesquelles nous investissons de publier des informations appropriées sur les questions ESG.
4. Nous favoriserons l'acceptation et l'application des Principes auprès des acteurs de la gestion d'actifs.
5. Nous travaillerons ensemble pour accroître notre efficacité dans l'application des Principes.
6. Nous rendrons compte individuellement de nos activités et de nos progrès dans l'application des Principes.

Le nombre de signataires des PRI n'a cessé d'augmenter depuis ce lancement et l'élargissement de l'initiative des investisseurs institutionnels aux sociétés de gestion d'actifs et aux prestataires de services. Les vingt signataires fondateurs sont ainsi devenus plus de 900 à fin 2011, avec des encours sous gestion de plus de 30 000 milliards de dollars américains.

Figure 1 – Signataires des PRI (à mi-année)



Afin de promouvoir la mise en place de ces principes, les PRI mettent à la disposition de leurs membres quantité d'outils et de ressources. On citera par exemple le *PRI Engagement Clearinghouse*, plate-forme d'engagement collaboratif ; le réseau académique *PRI Academic Network* ; les *PRI in Practice* et *PRI Enhanced Research Portal*, qui regroupent en ligne études, analyses, recherche et témoignages sur l'investissement responsable et son application pratique ; ainsi que des groupes de travail thématiques sur des sujets spécifiques tels que le déploiement de politiques responsables dans le capital investissement, l'immobilier, les infrastructures, la gestion obligataire, les matières premières, les marchés émergents, etc.

1.5 Le marché ISR français et ses spécificités

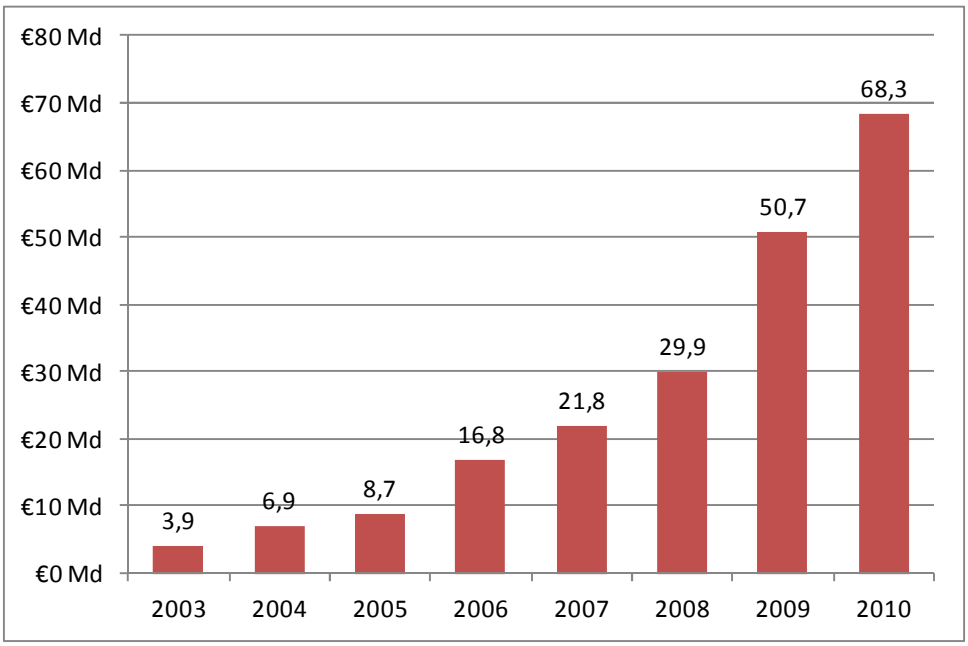
Une partie importante de cette thèse s'intéresse spécifiquement au marché ISR français et aux initiatives de signal de la qualité (qu'on appellera « labels » au sens large). Il est vrai que ce marché se distingue en Europe pour plusieurs raisons : son dynamisme, le nombre d'acteurs impliqués (premier marché en nombre de fonds ISR distribués et en encours de ces fonds), et le nombre de telles initiatives de signal de la qualité, un phénomène quasi inexistant ailleurs dans le monde.

1.5.1 Chiffres

Novethic est la source de statistiques sur le marché ISR français, et publie notamment deux types de données : les encours détenus par des investisseurs résidant en France tous supports confondus (ce qui est considéré comme le marché ISR français), et les encours des fonds ISR ouverts distribués en France, qui ne permettent pas de distinguer les clients français mais représentent tout de même un indicateur des évolutions de ce marché.

D'après les chiffres publiés annuellement par Novethic, le marché ISR des investisseurs résidant en France s'établit à 68,3 milliards d'euros à fin 2010, soit une croissance de +35% par rapport à 2009. Ce marché est constitué de 30% de clients particuliers et 70% de clients institutionnels ; les actions représentent le tiers des actifs et les produits de taux les deux tiers ; l'approche dominante est sans contexte la sélection ESG avec plus de 90% des encours, les exclusions normatives et sectorielles représentant respectivement 20% et 10% des encours et les approches thématiques et d'engagement moins de 5% chacune.

Figure 2 – Marché ISR français



En parts relatives au marché global de la gestion en France, il convient de distinguer les différents segments du marché : en gestion collective, les fonds ISR de droit français représentent 3,6% des encours recensés à l'AMF (Autorité des marchés financiers) ; en épargne salariale, l'ISR compte pour plus de 18% de l'épargne salariale diversifiée mesurée par l'AFG (Association française de gestion financière) ; en gestion dédiée enfin, les mandats ISR représenteraient environ 2% des encours institutionnels mesurés par l'AFG.

Figure 3 – Part d'ISR dans les fonds ouverts de droit français

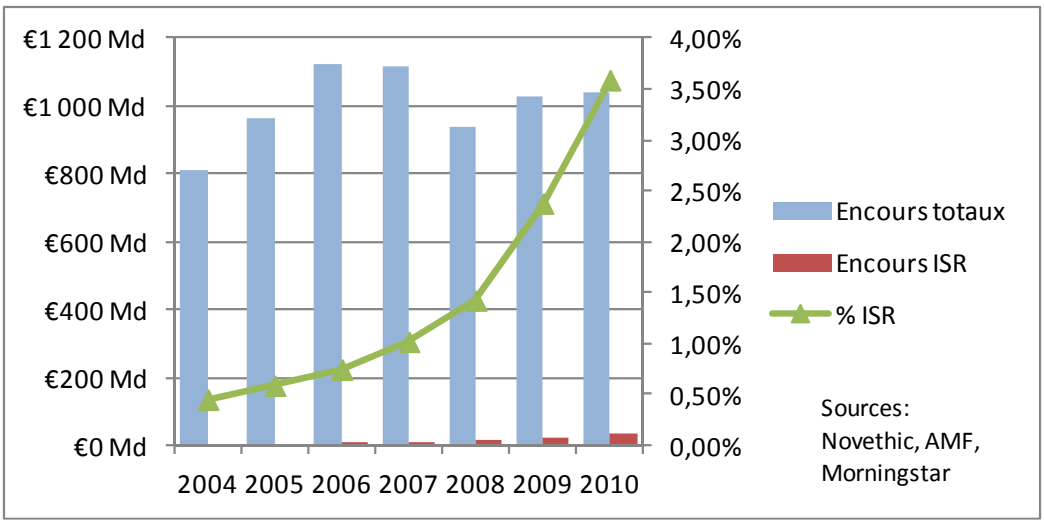


Figure 4 – Part d'ISR dans l'épargne salariale diversifiée

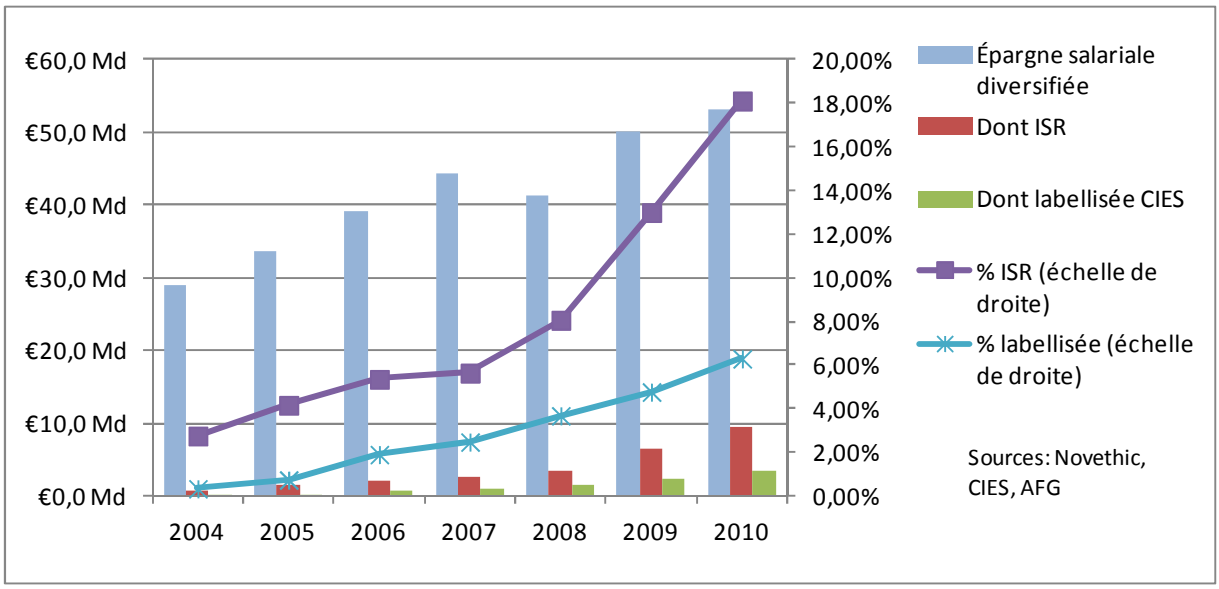
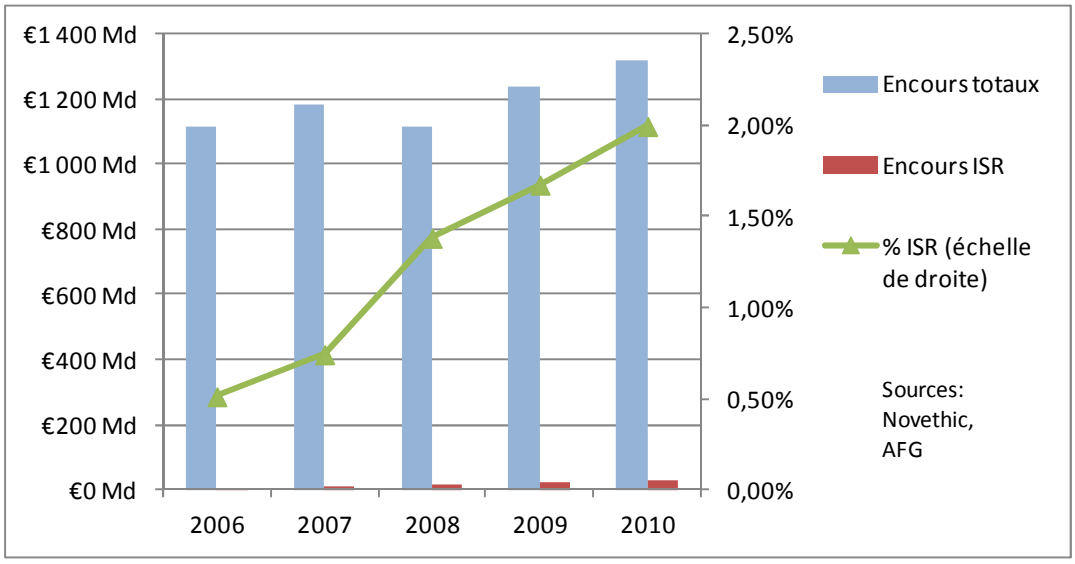


Figure 5 – Part d'ISR dans la gestion dédiée institutionnelle



1.5.2 Acteurs

Le marché ISR français regroupe un grand nombre d'acteurs de différents types :

- Les sociétés de gestion. Ce sont les concepteurs des produits d'investissement. Souvent des filiales de groupes bancaires ou d'assurance, mais également des sociétés indépendantes, elles possèdent en interne une expertise financière afin de gérer les produits financiers. Dans le cas de l'ISR, elles peuvent disposer d'une expertise interne ou avoir recours à des ressources externes, comme les agences de notation décrites ci-dessous. En termes d'encours des fonds ISR distribués en France, ce sont Amundi (filiale commune de Crédit Agricole et Société Générale), Natixis AM (groupe BPCE – Banque Populaire et Caisse d'Épargne), OFI (détenu par Macif et Matmut), BNP Paribas AM et Allianz GI France qui dominent le marché à fin septembre 2011 (Novethic 2011c).

- Les investisseurs individuels. Ce sont les particuliers qui peuvent investir dans des produits ISR par trois biais : les fonds ISR ouverts à tous (via les réseaux bancaires, d'assurance, les conseillers indépendants et autres plates-formes de distribution), les fonds réservés aux salariés dans le cadre de l'épargne entreprise, et les mandats de gestion dédiés qui concernent les individus fortunés.
- Les investisseurs institutionnels. Il s'agit d'institutions et non de personnes physiques. Les principaux investisseurs institutionnels responsables sont les fonds de pension publics ou privés, les assureurs privés ou mutualistes, les caisses de retraite et de prévoyance, les entreprises pour la gestion de leur trésorerie, ainsi que les fondations, organisations caritatives et religieuses, associations et ONG. Ces institutions peuvent investir dans des fonds existants ou dans des mandats créés spécifiquement par les sociétés de gestion, souvent suite à des appels d'offres. Elles peuvent aussi s'affranchir des sociétés de gestion et investir directement sur les marchés en internalisant l'expertise de gestion financière.
- Les réseaux bancaires et d'assurance. Ils constituent le principal relais (hors épargne salariale) des fonds ISR à destination des investisseurs particuliers. Ces fonds peuvent être investis directement, mais sont souvent proposés dans le cadre d'offres d'assurance-vie, souvent qualifiée de « placement préféré des Français ».
- Les CGPI (conseillers en gestion de patrimoine indépendants) et plates-formes internet de distribution. Ce sont les autres moyens de distribution de ces produits vers les particuliers ; ils ne dépendent pas d'un offreur donné, alors que les réseaux bancaires et d'assurance favoriseront le cas échéant les produits de leur filiale de gestion.
- Les sociétés de conseil. Elles interviennent généralement dans deux cas : pour accompagner les investisseurs institutionnels dans les appels d'offres pour des mandats de gestion ISR, ou pour accompagner les entreprises dans le choix des fonds d'épargne salariale à intégrer dans les plans d'épargne entreprise (PEE).
- L'Autorité des marchés financiers (AMF). C'est le régulateur du secteur de la gestion financière. Il autorise par exemple la distribution de fonds en France et définit les règles en matière de publication d'information par les promoteurs de ces fonds ; il n'a toutefois pas mis en place jusqu'à présent d'exigences spécifiques pour les fonds ISR.
- L'Association française de gestion financière (AFG). Il s'agit de l'association professionnelle regroupant les sociétés de gestion actives en France. Elle dispose notamment d'une commission ISR impliquant certains de ses membres actifs sur ce marché, et pilote avec le Forum pour l'investissement responsable la version française du Code de transparence des fonds ISR décrit dans la partie suivante.
- Le Forum pour l'investissement responsable (FIR). Cette association de promotion de l'ISR, dont des équivalents existent dans d'autres pays, a été créée en France en 2001 et regroupe différentes parties prenantes : sociétés de gestion, investisseurs, spécialistes de la notation extra-financière, consultants, chercheurs, syndicalistes, etc. Ses activités incluent notamment le pilotage avec l'AFG du Code de transparence pour les fonds ISR ouverts au public, le soutien à la recherche via un prix de recherche académique, le plaidoyer législatif et réglementaire, une

plate-forme de dialogue avec les entreprises sur des thématiques ESG (CorDial pour *corporate dialogue*) et la promotion de l'ISR auprès des particuliers via la Semaine de l'ISR, un évènement annuel placé sous le haut patronage du ministère du développement durable. Le FIR est en outre membre d'Eurosif, le forum européen pour l'investissement responsable, qu'il a contribué à créer.

- Eurosif. Le forum européen pour l'investissement responsable regroupe les SIF (*social investment forum*) de plusieurs pays européens ainsi que différentes parties prenantes de l'investissement responsable, notamment des sociétés de gestion. Son but est de promouvoir l'ISR à l'échelle européenne, notamment au travers d'activités de plaidoyer auprès des institutions européennes, et du Code de transparence qu'il pilote. Eurosif publie également des études, notamment sur les chiffres de l'ISR en Europe en regroupant les données collectées par des acteurs de chaque pays.
- Novethic. Filiale de la Caisse des dépôts qui assure la majeure partie de son financement, Novethic est un centre de recherche et d'expertise sur l'ISR et un media expert sur le développement durable. Créé en 2001 dans le but de promouvoir ces concepts, il est aujourd'hui l'unique source de statistiques sur le marché français de l'ISR. Le centre de recherche ISR publie en outre des fiches descriptives de l'ensemble des fonds ISR distribués en France, ainsi que des études thématiques sur les grandes évolutions de l'ISR. Après avoir développé une évaluation des fonds ISR en 2002, il a remplacé cet outil par le Label ISR Novethic lancé en 2009 et destiné aux fonds ISR distribués aux épargnants particuliers en France.
- Le Comité intersyndical de l'épargne salariale (CIES). Ce regroupement de quatre des cinq principaux syndicats français (CFDT, CFE-CGC, CFTC, CGT mais pas FO) a été créé en 2002 suite à la loi Fabius (2001), qui a notamment permis de développer les dispositifs d'épargne salariale et de les étendre aux PME. Son but est de favoriser le développement d'offres d'épargne salariale avantageuses pour les salariés et les PME et la diffusion de l'ISR au sein de ces offres, et de peser sur les évolutions législatives en la matière. Il s'appuie pour cela sur le label CIES, réservé aux gammes d'épargne salariale ISR.
- Les agences de notation extra-financière et les brokers. Ce sont deux sources d'information spécialisées utilisées dans la gestion ISR. Les agences de notation extra-financière (voir Novethic 2011b) évaluent les pratiques ESG des émetteurs de titres et établissent une notation permettant de les comparer entre eux. Leur travail s'appuie principalement sur des données publiques issues des entreprises mais aussi d'ONG, d'organismes gouvernementaux ou de syndicats. Les brokers (courtiers), fournisseurs historiques d'analyses financières sur les entreprises, se sont également engagés dans la voie de l'analyse extra-financière en développant des équipes spécialisées.
- Les entreprises. On parle ici des entreprises dans le cadre de la sélection des gammes d'épargne salariale qu'elles proposent à leurs salariés pour les plans d'épargne entreprise. Cette sélection se fait en contact direct avec les sociétés de gestion ou via une société de conseil qui pilote le processus.

- Les émetteurs. Ce sont les entreprises, États, collectivités locales, organismes supranationaux, etc., qui émettent des titres sur les marchés financiers, titres qui sont investis par les fonds. Dans le cas de l'ISR, les pratiques ESG de ces émetteurs sont analysées par les agences de notation extra-financière, les brokers, ou les analystes internes aux sociétés de gestion. Les investisseurs peuvent entrer en contact avec les émetteurs dans le cadre de cette recherche d'information mais également en aval de l'investissement dans le cadre de pratiques d'engagement actionnarial.

1.5.3 Historique des labels

Fin 2001, les fonds ISR ouverts et distribués en France plafonnaient à 2,6 milliards d'euros et voyaient la montée de l'approche développement durable plutôt qu'éthique, dans la lignée de la montée en puissance de ce concept dans les années quatre-vingt-dix. C'est l'année où a été créé Novethic, dans le but de promouvoir l'ISR. L'organisme a commencé par mettre en place dès 2002 un rating des fonds ISR, basé notamment sur des critères de moyens, de processus, de transparence, de vote et d'engagement. Ce rating est plutôt bien accueilli par les sociétés de gestion, à l'exception de quelques acteurs qui le rejettent catégoriquement. C'est également en 2001 que le FIR (forum pour l'investissement responsable) est créé, puis contribue à lancer Eurosif, le forum européen pour l'investissement responsable, avec les SIF (*social investment forums*) d'Allemagne, Italie, Pays-Bas, et Royaume-Uni.

Toujours en 2002, le Comité Intersyndical de l'Épargne Salariale (CIES) est créé par quatre des cinq principaux syndicats en France (CFDT, CFE-CGC, CFTC, CGT, mais pas FO), suite à l'adoption de la loi Fabius en 2001 qui a notamment permis de développer les dispositifs d'épargne salariale et de les étendre aux PME. Le CIES avait dès le départ pour outil le label, résultat d'une certification réservée aux gammes d'épargne salariale ISR, dans le but de permettre l'émergence d'une offre d'épargne salariale avantageuse pour les salariés. Il y intègre des critères ISR car il juge que les investissements des salariés doivent avoir un impact positif, ou en tout cas le moins négatif possible, sur les salariés eux-mêmes et sur la société en général.

Deux ans plus tard, en 2004, les encours des fonds ISR ouverts atteignent 5,1 milliards d'euros et ceux de l'épargne salariale 0,8 milliard d'euros, dont seulement 0,1 milliard labellisé par le CIES. Cette année-là, Eurosif lance son code de transparence avec le soutien de la Commission européenne. C'est un questionnaire auquel les promoteurs de fonds ISR sont invités à publier leurs réponses afin d'expliquer les caractéristiques extra-financières de leurs produits. En 2005, ce code est repris en France par l'AFG et le FIR afin de garder la main sur sa diffusion en France.

À ce moment, les relations entre acteurs sont peu conflictuelles. Le CIES et l'AFG collaborent étroitement afin de promouvoir le label CIES, le rating Novethic est accepté progressivement par la majorité des acteurs, et il n'y a pas vraiment de relations entre Novethic et le CIES du fait que les deux organismes n'agissent pas sur le même marché, segmenté entre fonds grand public et fonds d'épargne salariale.

Les années 2004-2007 voient l'ISR croître fortement : l'encours des fonds ouverts est multiplié par 4 pour atteindre 20,3 milliards d'euros, les encours d'épargne salariale ISR

triplent pour arriver à 2,5 milliards d'euros, au sein desquels les encours labellisés par le CIES sont multipliés par 10 pour atteindre 1,1 milliard d'euros. Dans ce contexte de croissance, l'Association française de normalisation (Afnor) est mandatée en 2008 par un groupe d'investisseurs pour lancer une consultation sur une éventuelle normalisation de l'ISR. L'Afnor constate que les acteurs y sont majoritairement opposés, jugeant l'initiative très prématurée ; elle note également que les acteurs du monde financier voient mal une initiative venue de l'extérieur du secteur.

La crise financière qui frappe les marchés en 2007-2008 révèle l'ISR comme une valeur refuge, une niche de responsabilité dans un système à la confiance ébranlée. Ce concept est également mis en avant pendant les travaux du Grenelle de l'environnement en France, censés marquer une prise de conscience des enjeux du développement durable et qui considèrent l'ISR comme l'application du développement durable à la finance.

La crise et le Grenelle mettent l'ISR en avant, ce qui ouvre potentiellement la porte à des comportements opportunistes de la part des promoteurs de fonds et pose la question de la manière de signaler la qualité de ces produits. Cela étant, la croissance des encours ISR dans le contexte de crise est tirée par la conversion à l'ISR de grands fonds existants, et assez peu par la collecte de nouvelles souscriptions, ce qui est en ligne avec le reste du marché. En parallèle, Novethic constate que le rating mis en place depuis 2002 a permis de réels progrès sur la plupart des points analysés, sauf sur la transparence, enjeu clé pour maintenir la confiance dans ces produits. Il constate aussi que cet outil n'est pas forcément adapté à des investisseurs individuels car trop complexe, et décide de lancer en 2009 un label ISR. Cette initiative ne manque pas de susciter des réactions diverses de la part des acteurs de l'ISR. Les sociétés de gestion, à l'exception d'un grand groupe, y participent, certaines avec enthousiasme, d'autres considérant qu'elles n'avaient pas le choix. Le label est également utilisé au sein des sociétés comme un outil de renforcement des équipes ISR. De son côté, l'AFG n'apprécie guère le fait de n'avoir pas été consulté, les consultations menées par Novethic ayant concerné les sociétés de gestion individuellement. Le CIES est également mécontent car il considère qu'il a été consulté très en aval.

En réaction au lancement du label et au mécontentement de certains de ces membres, l'AFG consulte en 2009 Ecocert, organisme de certification agréé, afin de réfléchir au lancement d'un autre processus de certification. Cette démarche s'essouffle cependant au vu du coût élevé de la démarche et de l'adhésion des sociétés de gestion au label ISR Novethic. L'AFG et le FIR réfléchissent aussi à une évolution du code de transparence, et lancent début 2010 la nouvelle mouture de ce code, désormais obligatoire en France pour les fonds se déclarant ISR.

Du côté de Novethic, deux évolutions du label en 2010 impactent la relation de l'organisme avec l'AFG et le CIES : d'un côté, le code de transparence devient une condition d'obtention du label ce qui, accompagné de réunions communes, contribue à pacifier les relations entre Novethic et AFG ; de l'autre, l'ouverture du label aux fonds d'épargne salariale, qui répondait pourtant à une demande des sociétés de gestion, est perçue comme une déclaration de guerre par le CIES, ce qui acte la rivalité entre les deux acteurs et complique la perspective d'une collaboration entre eux.

En 2011, l'AFG n'est toujours pas intégré au comité du label Novethic, mais un nouvel organe appelé conseil technique est créé, afin de recueillir l'avis des professionnels sur des points du règlement. Il convient de noter par exemple que l'une des sources de tension entre Novethic et certaines sociétés, depuis le lancement du label, concerne l'articulation entre ISR et gestion financière. Par exemple, la question de l'usage des produits dérivés a été l'objet de désaccords durant la campagne de labellisation 2011 entre sociétés de gestion, AFG et Novethic.

Notons enfin que, malgré un certain essoufflement du Grenelle et l'éloignement de la perspective d'une incitation fiscale pour ces produits en l'absence de travail de lobbying en ce sens, la dynamique enclenchée en faveur de l'ISR semble s'être maintenue, même si l'implication du régulateur en prélude à des avantages fiscaux est de fait moins attendue par les acteurs.

2 Contexte de recherche

Cette thèse s'inscrit dans un cadre multiple : celui, professionnel, de mon travail effectué à Novethic au sein du groupe Caisse des Dépôts entre mars 2008 et décembre 2011 ; celui, académique, du département d'économie de l'École Polytechnique ; et celui mixte de la chaire Finance Durable et Investissement Responsable (FDIR), interface entre chercheurs de Polytechnique et de Toulouse School of Economics et praticiens de l'ISR.

2.1 Novethic

Comme expliqué précédemment, le centre de recherche ISR de Novethic a plusieurs activités, notamment :

- Publier des analyses quantitatives et qualitatives du marché ISR français et de l'offre de fonds ISR
- Publier des études sur les grandes tendances de l'ISR
- Publier des fiches descriptives de l'ensemble des fonds ISR distribués en France
- Labelliser les fonds ISR distribués en France, activité qui fait suite à la notation des fonds ISR sur une batterie de critères (processus, moyens, transparence, engagement…) conduite entre 2002 et 2009.
- En tant que filiale ressource sur le sujet, participer aux réflexions de la Caisse des Dépôts sur le déploiement de démarches d'investissement responsable.

Durant ma présence à Novethic entre mars 2008 et décembre 2011, j'ai travaillé sur l'ensemble de ces activités, ce qui m'a permis d'appréhender les enjeux relatifs à l'ISR de façon très concrète et d'acquérir une connaissance poussée de l'ensemble des acteurs impliqués, des produits disponibles et des phénomènes à l'œuvre sur ce marché. Surtout, j'ai participé activement au projet de labellisation des fonds ISR dès ses premières phases : réflexion générale, développement de la méthodologie, consultation des parties prenantes, tests, et lancement de la première édition en 2009 avec appel à candidatures, traitement des dossiers, échanges et résultats. Par la suite j'ai contribué aux campagnes de labellisation suivantes (2010 et 2011), y compris les évolutions méthodologiques intermédiaires.

Cette implication très poussée dans le pilotage du Label ISR Novethic m'a permis d'observer de près et de façon pratique les aspects relatifs à la labellisation sur le marché français de l'ISR, qui font l'objet des deux premiers chapitres de cette thèse.

2.2 Caisse des Dépôts

Une partie de mon implication professionnelle s'est faite au sein de la maison mère de Novethic, la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC), une institution financière publique. Notamment de par sa mission d'intérêt général, la CDC se définit comme un investisseur responsable et est active dans le déploiement de telles démarches. J'ai ainsi participé à des groupes de travail internes sur l'investissement responsable appliqué à certaines classes d'actifs spécifiques comme le capital investissement ou les infrastructures. J'ai également contribué chaque année au reporting annuel de la mise en place des PRI par la CDC, celle-ci étant un membre fondateur de l'initiative, ce qui m'a permis d'observer en détail les aspects du déploiement d'approches d'investissement responsable au sein d'une institution complexe et de taille très importante. Enfin, la CDC a joué un rôle crucial en me donnant un accès privilégié aux membres du Club des Investisseurs de Long Terme, dont elle est membre fondateur, ce qui a rendu possible le projet de recherche qui fait l'objet du troisième chapitre de cette thèse.

2.3 Département d'économie de l'École Polytechnique

L'encadrement académique de mon travail de thèse, sous la direction de Jean-Pierre Ponssard, s'est effectué au département d'économie de l'École Polytechnique. Il a été le lieu de réflexions et d'échanges lors de séminaires, de présentations, de conférences, mais également parmi les personnes travaillant spécifiquement sur les thématiques de Responsabilité Sociale des Entreprises et d'ISR, avec lesquelles j'ai partagé mon bureau. Outre les discussions informelles que j'ai eues avec différents chercheurs du département, j'ai eu l'occasion de présenter à plusieurs reprises mes travaux, que ce soit dans le cadre du séminaire généraliste fréquenté par l'ensemble du département ou dans le cadre du séminaire dédié aux thématiques de l'ISR et de la RSE, ce qui m'a permis d'enrichir mes réflexions suite aux remarques et aux discussions résultantes.

2.4 Chaire Finance Durable et Investissement Responsable

La chaire FDIR a été créée au printemps 2007 sous l'impulsion de l'Association Française de Gestion Financière (AFG), l'organisation professionnelle qui regroupe les acteurs de la gestion pour compte de tiers. Elle s'appuie sur une vingtaine de sponsors (sociétés de gestion et autres institutions) et un comité d'orientation regroupant des chercheurs et des professionnels, et s'organise en deux groupes de travail, l'un piloté par l'IDEI (Toulouse) et l'autre par l'École Polytechnique.

Le premier groupe de travail, intitulé « Marchés financiers, stratégies d'investissement et finance responsable », s'intéresse aux questions des préférences des investisseurs socialement responsables, de l'articulation entre mandats ISR et court-termisme des marchés financiers, de l'évaluation des projets liés au développement durable et

notamment des taux d'actualisation dans le long terme, et du rôle des agences de notation sociale.

Le deuxième groupe de travail, intitulé « Stratégie des entreprises, relations avec les parties prenantes et finance durable », étudie les conséquences des politiques d'investissement durable sur les entreprises, d'une part dans les relations avec les actionnaires et les investisseurs et d'autre part dans la diffusion des stratégies de responsabilité sociale et environnementale (RSE) au sein des entreprises, en s'intéressant notamment aux différences entre secteurs, aux indicateurs de performance et leur déploiement, et aux incitations à exercer des efforts financiers et de RSE via la conception des contrats financiers, d'assurance et de compensation.

Les groupes de travail se réunissent périodiquement pour présenter leurs travaux. En outre, des conférences et évènements de plus grande ampleur peuvent être organisés, par exemple à Toulouse en mai 2009 ou à Paris en juin 2010 pour la sortie d'un ouvrage (« Corporate Social Responsibility: From Compliance to Opportunity? ») regroupant des contributions de différents chercheurs de la chaire. Des publications relatives à chaque groupe de travail sont disponibles sur le site internet de la chaire, et comprennent des comptes rendus d'ateliers de travail, des articles, des présentations, etc. (voir www.idei.fr/fdir).

Pour moi, participer aux travaux de cette chaire, à l'interface entre académiques et professionnels, a renforcé le lien entre ces deux sphères. J'ai pu observer les travaux présentés, les réactions des praticiens, les échanges, suggestions et contributions variées que ces acteurs pouvaient apporter. J'ai également eu l'occasion de présenter une partie des travaux de cette thèse, ce qui m'a permis d'en améliorer la teneur suite aux réflexions qu'ils ont suscitées.

3 Contributions de la thèse

Ma thèse s'est déroulée dans un cadre à la fois académique et professionnel, mêlant en permanence les approches, les méthodes, les préoccupations et les ressources des deux mondes, ce qui a permis de considérablement enrichir cette dissertation en combinant la rigueur et le recul académiques aux enjeux concrets et pratiques du monde professionnel. Il ne s'agit pas d'un travail de modélisation stricto sensu, mais d'économie appliquée pour rendre compte des phénomènes observés avec des grilles économiques, et fournir des outils et pistes de réflexion répondant à des besoins pratiques du marché et de ses acteurs.

La thèse est constituée de trois chapitres :

- Le premier chapitre s'intéresse au rôle économique des labels. Il s'interroge sur les raisons de l'inefficacité du marché ISR des particuliers, pour justifier la présence d'initiatives de labellisation sur ce marché. Dans un second temps, l'efficacité de ces initiatives dans l'amélioration du fonctionnement du marché est évaluée à l'aune d'une grille conçue à cet effet.
- Le deuxième chapitre porte également sur les initiatives de labellisation présentes sur le marché ISR français, mais s'intéresse aux interactions entre ces initiatives et à leur évolution. Pour proposer des scénarios d'évolution possible, on examine

dans un premier temps les motivations stratégiques des organismes labellisateurs, puis on analyse les facteurs permettant de suggérer une coopération ou une concurrence entre initiatives, la domination d'un label ou la neutralisation des influences des différents labels, ainsi que l'implication ou non du régulateur.

- Le troisième chapitre s'intéresse au positionnement des investisseurs de long terme vis-à-vis de l'investissement responsable. Sur la base d'une enquête menée auprès des membres du Club des Investisseurs de Long Terme, on tente de vérifier la cohérence entre le positionnement global du club et celui de chacun de ses membres, afin de voir dans quelle mesure ces investisseurs peuvent peser sur les débats autour du lien entre investissement responsable et performance de long terme.

3.1 La labellisation ISR (chapitres 1 et 2)

3.1.1 Questions posées

Mes sujets de travail ont été inspirés de mes missions au sein de Novethic. J'y ai été amené à travailler sur la conception et la mise en place du label ISR Novethic, initiative de certification des fonds ISR destinés aux investisseurs particuliers lancée en 2009. Ce label visait à contribuer au développement du marché des particuliers, considéré comme le parent pauvre de l'essor de l'ISR en France. Cela a suscité une réflexion sur les raisons de l'inefficacité de ce marché, et sur le rôle et les caractéristiques d'un label afin d'améliorer son fonctionnement. Dans un contexte où plusieurs initiatives de signal de la qualité coexistaient ou étaient en projet, mais semblaient viser des objectifs autres que l'efficacité du marché, se posait en outre la question des interactions entre ces initiatives, de leur positionnement stratégique et de leurs évolutions possibles.

3.1.2 Méthodes de travail

Le premier chapitre mobilise des concepts d'économie industrielle, tout en gardant en tête que le marché des produits financiers diffère notamment des marchés de produits de consommation courante dans l'articulation entre l'offre et la demande. En effet, le client particulier est généralement captif de son établissement financier, et le marché des fonds d'investissement est un marché d'offre plutôt que de demande : ainsi, le particulier se verra généralement proposer des produits par son banquier, et ira rarement comparer une offre globale comme il peut le faire dans un supermarché. Cela étant, d'autres aspects de ce marché restent observables, comme l'asymétrie d'information entre offreurs et acheteurs, le caractère de bien de confiance des fonds ISR, le rôle de la certification dans ce contexte, etc.

Dans le deuxième chapitre, les acteurs de la labellisation sont analysés individuellement et dans leurs interactions, à travers le prisme néoclassique d'agents visant à maximiser leur utilité. Selon leur statut, il peut s'agir de maximisation du profit ou du bien-être collectif, ces acteurs étant très hétérogènes. Sont également mobilisés des concepts tels que l'effet de réseau et les rendements croissants d'information, qui peuvent justifier l'intérêt d'une convergence des initiatives de labellisation.

Sur l'ensemble de ces questions liées aux labels, j'ai voulu analyser le marché de l'ISR tout en concevant des outils et grilles généralisables, pouvant s'appliquer à d'autres marchés. Pour chaque question posée, j'ai ainsi développé des grilles de lecture et d'analyse en m'inspirant de la littérature relative aux labels en général ou sur d'autres marchés, des entretiens que j'ai effectués auprès d'acteurs du marché de l'ISR et de la certification, et des échanges que j'ai eus avec des chercheurs travaillant sur le sujet. J'ai ensuite observé des marchés plus matures à travers ces grilles, puis je les ai appliquées à l'ISR.

3.1.3 Résultats

Le premier chapitre part du constat que le marché des produits ISR à destination des investisseurs individuels peine à se développer. Pour les sociétés de gestion qui conçoivent ces produits et les réseaux qui les distribuent, cette situation découle de la difficulté pour ces investisseurs de s'informer et de comprendre ces produits. En vue d'étayer cette affirmation, j'étudie la diversité des fonds ISR, ainsi que les caractéristiques de leur distribution. Indépendamment de leurs caractéristiques ISR, les produits financiers sont complexes, que ce soit en matière d'actifs investis, de risque, ou encore de structure de frais. À cela s'ajoute une très forte diversité des pratiques ISR : sélection ESG (environnementale, sociale et de gouvernance), fonds thématiques, exclusions normatives, exclusions sectorielles, engagement actionnarial ; ces pratiques peuvent elles-mêmes être mises en place de façon très diverses, et il n'est pas rare d'avoir un processus différent pour chaque fonds ISR, même au sein d'une même entité. Vient ensuite la distribution de ces produits : celle-ci se fait généralement via les réseaux bancaires et d'assurance, qui ne sont pas les concepteurs de ces produits et ne sont pas suffisamment formés pour les vendre. En outre, une analyse des sites internet des principales banques offrant ces produits montre qu'en règle générale ils sont assez difficiles d'accès, très hétérogènes, et assez mal expliqués. Alors que ces produits sont complexes, l'information est rarement relayée du site de la société de gestion, qu'un client particulier ne connaît pas, à celui de la banque, qui est consulté par les clients.

Après avoir établi cette complexité du marché, qui justifie l'apparition d'initiatives de labellisation observée ces dernières années, le deuxième apport de ce chapitre est d'établir une grille de critères qu'un label doit remplir pour être efficace, sur la base des travaux relatifs à d'autres secteurs ainsi que des entretiens effectués avec les acteurs de la profession. Ainsi, un tel label doit être porté par un organisme crédible, c'est-à-dire vérifiant des conditions d'indépendance, d'impartialité, d'expertise, de moyens et d'agrément public ; ses règles de labellisation doivent être claires et non équivoques, suffisamment strictes d'un point de vue environnemental et social, et avoir fait l'objet de consultations réunissant l'ensemble des parties prenantes pour favoriser son adoption ; un contrôle indépendant, périodique et potentiellement impromptu, et conduit avec des règles d'interprétation claires, doit permettre de sanctionner formellement et éventuellement de retirer le label aux produits qui ne sont plus conformes ; enfin, le label doit être facilement identifiable par un signe distinctif apposé sur le produit, et doit fournir tous les éléments explicatifs dont pourrait avoir besoin le consommateur, notamment sur sa méthodologie et ses règles d'attribution.

L'analyse des différentes initiatives de labellisation au regard de cette grille montre qu'il n'y a pas un seul label réunissant toutes les conditions de succès. Si le label ISR Novethic apparait comme le mieux conçu, l'organisme souffre du manque de notoriété grand public et d'agrément public pour s'imposer comme la seule référence ; les moyens humains et l'expertise financière de Novethic peuvent également faire débat. Le CIES peut mettre en avant l'efficacité des comités de suivi mis en place dans le cadre des gammes labellisées, mais pèche fortement sur la transparence et la clarté de sa méthodologie. L'AFG se contente quant à elle d'une exigence de transparence car elle n'a pas l'indépendance requise pour piloter un label crédible aux yeux du grand public, puisqu'elle représente les sociétés de gestion. Eurosif tente d'aller plus loin mais reste dans une démarche appelant à la transparence et ne constituant pas un véritable label, même si l'organisme aurait plus de légitimité à aller dans ce sens que l'AFG du fait de sa relative indépendance ; il souffre cependant lui aussi d'un manque de notoriété vis-à-vis du public. Ecocert, Afnor et l'AMF ont l'agrément public que les autres organismes n'ont pas. Ce point leur accorde un statut plus solide pour piloter un label qui aurait vocation à s'imposer de façon crédible. Cependant, ils manquent tous de l'expertise ISR qu'ont développée les autres organismes, et il reste à voir quelle démarche ils adopteraient pour concevoir un label ISR ; leurs initiatives sont encore embryonnaires à ce stade.

Le deuxième chapitre part du constat que ces labels se développent, mais pas forcément dans un but d'efficacité du marché. Il apporte des éléments complémentaires pour comprendre l'évolution historique de marchés sur lesquels coexistent plusieurs labels, et élaborer des scénarios d'interaction et d'évolution possibles.

Ces scénarios sont construits sur la base de trois variables : la concurrence ou la collaboration entre les acteurs, la domination d'un acteur ou l'influence partagée entre acteurs, et dans un second temps l'implication ou non du régulateur. Plusieurs facteurs peuvent favoriser un scénario ou un autre, notamment les objectifs stratégiques visés par chacun des organismes labellisateurs. Ces organismes cherchent en effet à maximiser leur profit ou le bien-être social, dépendamment de leur statut. Dans cette optique, les labels peuvent ainsi être utilisés pour gagner de l'influence et du contrôle, faire du lobbying, éviter la réglementation, assumer un rôle réglementaire, poursuivre un objectif sociétal, améliorer sa réputation, s'assurer un avantage concurrentiel, ou encore dans un objectif lucratif. La cohabitation de différents objectifs, ainsi que le statut des organismes labellisateurs, la diffusion et la perception de leurs labels, et plus largement la facilité d'aboutir à un consensus sur la définition des caractéristiques labellisées, sont autant de facteurs qui contribuent à favoriser une collaboration ou au contraire une concurrence entre labels et à accentuer l'influence d'un acteur par rapport aux autres. Selon l'état de ces variables, on identifie quatre scénarios possibles, en examinant pour chacun dans un second temps l'implication ou non du régulateur, la stabilité de la situation considérée et son impact sur la réalisation des objectifs des organismes concernés.

Cette grille de lecture est utilisée pour observer des marchés sur lesquels les initiatives de labellisation sont plus anciennes que dans le cas de l'ISR et donc pour lesquels il existe un historique : le commerce équitable, l'agriculture biologique, et la foresterie

durable. Ces études de cas permettent de visualiser les scénarios proposés et les évolutions d'un scénario à l'autre.

Dans un second temps, elle est appliquée à l'ISR. Dans le cas de l'ISR, on peut positionner les organismes suivants sur des objectifs de maximisation du bien-être social : Novethic sur des objectifs réglementaires et sociétaux, le CIES sur des objectifs sociétaux, de contrôle et de lobbying, Eurosif sur des objectifs de lobbying, et Afnor et l'AMF sur des objectifs réglementaires. Les organismes suivants peuvent être situés quant à eux sur des objectifs de maximisation du profit : l'AFG en tant que représentant des sociétés de gestion sur des objectifs d'évitement de régulations futures, et Ecocert sur des objectifs lucratifs. Une analyse des scénarios proposés peut conduire à des schémas où les rôles sont partagés entre AFG et Eurosif sur la transparence, Novethic sur l'analyse des processus ISR, et le CIES sur l'analyse des conditions d'accès et de représentation des salariés dans les gammes d'épargne salariale ; mais on peut également aboutir à la disparition de certaines initiatives au profit d'autres, ou encore à l'affaiblissement de l'ensemble des initiatives. Dans ce dernier cas, l'absence d'implication du régulateur serait dommageable pour l'avenir de l'ISR, alors que dans les autres cas son implication ou non serait moins cruciale puisqu'il viendrait seulement confirmer une situation stable avec des labels établis.

L'originalité et l'intérêt de ce chapitre viennent du fait qu'il va plus loin qu'une analyse historique d'un marché donné, et propose une grille de lecture permettant d'étudier de façon rétrospective, voire prospective, l'évolution d'un marché avec plusieurs initiatives de signal de la qualité, sur la base notamment d'une analyse stratégique du statut et des objectifs des organismes labellisateurs.

3.2 Les investisseurs de long terme (chapitre 3)

3.2.1 Questions posées

Mon autre sujet de travail a lui découlé de l'engagement de la Caisse des Dépôts au sein du Club des Investisseurs de Long Terme. Cela m'a permis d'étudier la position des membres du Club, de grands investisseurs internationaux, sur le lien entre long terme et ISR, d'autant plus que les principes clés du Club prônent la prise en compte des critères ESG. Plus particulièrement, j'ai voulu analyser leur positionnement en tant que catégorie d'investisseurs influente sur les débats qui animent la sphère de l'investissement responsable, notamment le débat sur l'impact financier des approches ISR. En effet, la question du lien entre long terme et critères ESG semble naturelle pour certains acteurs de l'ISR mais moins évidente pour d'autres.

3.2.2 Méthodes de travail

Pour approfondir ces aspects, j'ai dans un premier temps analysé les déclarations et principes clés du Club, avant d'envoyer un questionnaire à l'ensemble de ces membres pour les interroger sur leurs perceptions, motivations et pratiques autour du long terme et de l'investissement responsable. Cette enquête avait pour but de corroborer ou de nuancer les suppositions préliminaires tirées de l'analyse des principes du Club, en confrontant empiriquement investissement de long terme et ESG.

Au vu de l'échantillon limité, le travail mené sur les résultats de l'enquête s'approche plus de la statistique descriptive que d'une analyse économétrique. En outre, cette enquête déclarative avait également pour but de faire un état des lieux des positions des investisseurs de long terme, afin de mesurer le degré de consensus sur la définition des concepts et de progresser vers une terminologie commune. Ce travail, qui se rapproche de celui que mène généralement l'Agence française de normalisation (Afnor) en amont d'une démarche de normalisation, répondait par ailleurs à une attente du Club et en particulier de la Caisse des Dépôts qui en assure le secrétariat.

3.2.3 Résultats

L'investissement de long terme prend de l'importance dans la finance globale, à cause de l'image négative du court-termisme relayée par la crise financière, des besoins colossaux de capitaux de long terme dans la relance économique et le financement des infrastructures, et parce que les grands investisseurs de long terme ont initié une collaboration au sein du Club des Investisseurs de Long Terme (LTIC).

En parallèle, l'investissement responsable prend également de l'ampleur pour des raisons comparables : une réponse aux comportements opportunistes et irréfléchis qui ont contribué à la crise financière, une approche qui prend en compte les défis environnementaux et sociaux majeurs, et une vision portée par des initiatives internationales telles que les Principes pour l'Investissement Responsable (PRI) portés par l'ONU.

Les deux concepts font cependant l'objet d'intenses débats. Les partisans de l'ISR sont divisés sur l'impact financier des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) en termes de performance et de risque. Cet impact est l'objet d'une littérature abondante, tant académique que professionnelle, sans que n'émerge un consensus sur l'existence ou l'absence de lien entre critères extra-financiers et performance et risque financiers. De ce fait, beaucoup d'investisseurs continuent de croire en ce lien en pensant qu'il agit sur le long terme et ne peut donc pas encore être mesuré.

Sur l'investissement de long terme, le débat tourne autour des spécificités de la performance de long terme, et si elle est réalisée au travers d'un cumul de performances de court terme ou si au contraire elle est incompatible avec une perspective de court terme.

Les déclarations et principes du LTIC suggèrent que les investisseurs de long terme ont une position claire sur ces débats : ils se démarquent des investisseurs de court terme et considèrent les facteurs ESG pertinents à la fois dans une perspective financière de long terme et dans une perspective d'amélioration environnementale et sociale. De ce fait, ils devraient pouvoir peser en faveur de démarches d'intégration de ces critères dans la gestion traditionnelle.

Cependant, les résultats de l'enquête menée auprès des membres du club nuancent ces conclusions. Leur rejet de la performance de court terme pour des objectifs de long terme n'est pas toujours évident, de même que leur croyance dans la pertinence financière des approches ESG et leur engagement en faveur d'objectifs environnementaux et sociaux. Il arrive également qu'ils ne soient pas totalement

cohérents d'une question à l'autre. Cela montre que les concepts ne sont pas forcément compris par tous les investisseurs, ni forcément l'objet d'un consensus. Plusieurs membres du club semblent ainsi moins à l'aise avec les définitions liées à l'intégration ESG que les investisseurs ISR traditionnels. Cela étant, tous les répondants croient que ces enjeux sont, d'une façon ou d'une autre, pertinents. De plus, la collaboration croissante avec les PRI est un signe positif pour l'intégration ESG au sein des membres du club. Pour ces raisons, les résultats mitigés de l'enquête ne réfutent pas pour moi le lien entre long terme et intégration ESG, mais mettent en avant la nécessité pour les investisseurs de long terme d'améliorer leur compréhension de ces concepts et de discuter entre eux afin d'aboutir à une position unifiée.

Sur la base de l'hétérogénéité des réponses, je tente de définir une typologie des membres du LTIC. Cependant, au vu du nombre limité de répondants (12) et du nombre d'aspects sur lesquels ils sont différents (zone géographique, taille, activité principale, classes d'actifs, actionnariat, mission, etc.), il est impossible de tirer une quelconque conclusion, si ce n'est que chaque membre du club est unique… On a cependant l'impression que la prise en compte des enjeux ESG est plus avancée sur les marchés développés (Europe de l'Ouest, Amérique du Nord), même si de l'hétérogénéité subsiste même dans ce sous-ensemble. De plus, parmi les institutions des pays émergents, coexistent certaines pratiques très avancées, une réelle volonté d'adopter des démarches d'investissement responsable, et un relatif manque d'intérêt pour de telles approches.

En fin de compte, on peut attendre, ou du moins espérer, des débats au sein du LTIC sur l'investissement responsable et sur les définitions, motivations et pratiques d'intégration ESG. Cela pourrait permettre l'émergence d'une position plus consensuelle et plus en ligne avec les principes du club, et permettrait aux investisseurs de long terme de peser davantage sur les débats en cours autour des effets de long terme de l'investissement responsable.

4 Pistes de recherche et conclusion

Les deux premiers chapitres de cette thèse permettent de beaucoup mieux comprendre le marché ISR des particuliers et les initiatives de signal de la qualité qui y coexistent. Ils offrent des clés de lecture des déterminants et des évolutions possibles de ce marché sur la base d'un examen des acteurs impliqués, d'entretiens avec ces acteurs, d'étude d'autres marchés, et d'une analyse de la littérature existante. Cela étant, le marché ISR français est en pleine évolution, et les interactions entre organismes labellisateurs fluctuent rapidement. Il serait intéressant de revisiter ce marché dans un avenir proche afin de vérifier les hypothèses émises et d'adapter les outils développés à la réalité de l'évolution de ces initiatives, d'autant plus que certaines n'étaient pas encore lancées au moment de la réalisation de ce travail de recherche, et que d'autres étaient en pleine mutation. De plus, certains facteurs de l'inefficacité du marché ISR des particuliers n'ont pas pu être approfondis. Notamment, une étude de la position des investisseurs individuels vis-à-vis de l'ISR permettrait de confirmer ou non l'idée que la complexité de l'offre les dissuade d'investir dans les fonds ISR, et ainsi d'adapter les outils tels que les labels existants pour permettre une meilleure diffusion de ces produits. Les quelques

sondages effectués depuis 2007 ont mis en avant le manque de transparence comme un frein et l'existence d'un label ISR comme un moteur à l'investissement des particuliers dans l'ISR ; il faudrait voir si, maintenant que les organismes labellisateurs se sont attaqués à ces problèmes, ces investisseurs seront plus enclins à souscrire des fonds ISR.

D'autre part, si des labels peuvent renforcer la crédibilité de l'ISR, la valeur ajoutée environnementale et sociale de ce concept gagnerait à être analysée. Beaucoup d'articles se sont consacrés au lien entre ISR et performance financière des fonds, mais la question de la performance sociétale, qui intéresse les particuliers puisqu'ils la valorisent pour les produits biologiques et équitables, reste peu étudiée. Il serait intéressant d'étudier l'existence et la façon de mesurer cette performance extra-financière, qui pourrait constituer un outil de promotion de l'ISR pouvant être combiné aux labels.

Sur le troisième chapitre, le sujet d'étude est lui aussi jeune et en pleine évolution. Le Club des Investisseurs de Long Terme a été lancé il y a deux ans ; il s'est élargi depuis et commence à monter en régime en développant les collaborations entre ses membres et en réfléchissant à des projets d'investissements conjoints. De plus, les résultats de notre enquête, communiqués au Club, ont mis en avant un niveau de compréhension de l'intégration ESG inégal selon les membres et devraient engendrer des discussions et des évolutions au sein du Club. Un suivi de ces évolutions serait souhaitable afin d'en comprendre les effets sur le positionnement du Club vis-à-vis des enjeux ESG et du long terme.

L'investissement responsable s'est considérablement développé ces dernières années. D'une pratique de niche touchant quelques investisseurs religieux, il a pris une tout autre dimension pour toucher un grand nombre d'acteurs de la finance regroupés au sein des Principes pour l'Investissement Responsable portés par l'ONU, et cumulant plus de 30 000 milliards de dollars d'actifs sous gestion. Il a également évolué d'une approche purement éthique pour embrasser pleinement le mouvement du développement durable. L'investissement responsable est ainsi considéré comme la déclinaison de ce développement durable au sein de la finance. Même si des débats subsistent sur le périmètre que ce phénomène est amené à recouvrir, il semble bien qu'on soit passé d'approches affectant marginalement les pratiques des investisseurs, et qu'on pourrait comparer à de la philanthropie, à une vision à part entière affectant l'ensemble de la gestion et répondant à des considérations en partie économiques et financières.

Ces évolutions expliquent l'intérêt déjà fort et grandissant du monde académique et du monde professionnel pour ces sujets. La littérature académique, certes conséquente sur l'impact financier de l'ISR, s'étend progressivement à d'autres enjeux. L'intérêt professionnel est lui manifeste dans l'augmentation des encours ISR, des signataires des PRI, de la recherche ESG au sein des brokers et des sociétés de gestion, de la place des critères ESG dans les appels d'offres des investisseurs institutionnels, de l'adoption par les promoteurs de fonds ISR d'initiatives de signal de la qualité, et de l'inclusion de considérations ESG dans les documents de référence de grands investisseurs.

Dans un contexte de crise où la finance a perdu de sa crédibilité, l'investissement responsable n'est pas seulement l'occasion pour les acteurs financiers de se refaire une vertu, mais surtout de repenser leur mode de fonctionnement, de la même façon que toutes les industries repensent le leur à l'aune des enjeux du développement durable. Le préjugé erroné d'un compromis entre investissement responsable et performance financière est en train de tomber, d'autant plus qu'au vu des défis environnementaux et sociaux auxquels le monde est confronté, un investissement non soucieux de ces enjeux serait au contraire préjudiciable. Cependant, pour que l'investissement responsable réponde aux préoccupations des investisseurs, il faut qu'il s'adapte à leurs motivations et se diffuse sans se diluer. En particulier, il faut des certifications crédibles pour les fonds prenant en compte systématiquement ces critères et répondant aux attentes des investisseurs individuels, il faut de la pédagogie sur les fonds ISR et leurs différentes approches, il faut que les grands investisseurs améliorent leur compréhension des enjeux ESG et s'accordent sur la nécessité à la fois financière et sociétale de leur prise en compte. Les défis financiers, économiques, environnementaux et sociaux auxquels le monde fait face nécessitent une prise de conscience et un effort accru de la part de tous les secteurs ; le secteur financier, bailleur de fonds de l'économie mondiale, ne peut se permettre d'être à la traine.

Bibliographie

- AIR – Association Investissement Responsable (2011). Revue 2010 de l'investissement socialement responsable au Canada.
- Arjaliès (2009). A social movement perspective on finance: how Socially Responsible Investment mattered. *Journal of Business Ethics* 92(1): 57-78.
- Capelle-Blancard, G., S. Monjon (2010). Socially responsible investing: it takes more than words. Working paper Cepii.
- Capelle-Blancard, G., S. Monjon (2011). The performance of socially responsible funds: does the screening process matter? Working paper Cepii.
- Cavaco, S., P. Crifo (2010). Complementarity between CSR practices and corporate performance: an empirical study. In Crifo, P., J.-P. Ponssard, Corporate social responsibility: from compliance to opportunity?. Éditions de l'École Polytechnique, Palaiseau.
- Crifo, P., N. Mottis (2011). L'investissement socialement responsable en France: opportunité "de niche" ou placement "mainstream" ? *Gérer et comprendre* 104: 14-25.
- Eurosif (2010). European SRI study 2010. (available at www.eurosif.org)
- Giamporcaro-Sauniere S., E. Alberola (2006). Les agences d'analyse et de notation extra-financières : quels services pour quels investisseurs? *Revue d'économie financière* 85:171-189.
- IFC, Mercer (2009). Gaining ground: Integrating environmental, social and governance (ESG) factors into investment processes in emerging markets
- Les Amis de la Terre (2010). Investissement socialement responsable : l'heure du tri.
- Louche, C., S. Lydenberg (2011). Dilemmas in responsible investment. Greenleaf Publishing, Sheffield.
- Margolis, J., H. Elfenbein, J Walsh (2007). Does it pay to be good? A meta-analysis of research on the relationship between corporate social and financial performance. Harvard University working paper.
- Mercer (2009). Shedding light on responsible investment: approaches, returns and impacts.
- Novethic (2010). Achieving investment objectives through ESG integration. (available at www.novethic.com)
- Novethic (2011a). The French SRI market in 2010. (available at www.novethic.com)
- Novethic (2011b). An overview of extra-financial rating agencies used by French investors. (available at www.novethic.com)
- Novethic (2011c). L'essentiel de l'ISR, numéro 30 (novembre 2011).
- Pictet (2008). The SRI performance paradox.

- Plihon, D., J.-P. Ponssard (2002). Les fonds éthiques. In Plihon D., J.-P. Ponssard, La montée en puissance des fonds d'investissement : quels enjeux pour les entreprises. Les études de La documentation Française, Paris.
- RIAA – Responsible Investment Association Australasia (2011). Responsible Investment 2010.
- Schueth, S. (2003). Socially Responsible Investing in the United States. *Journal of Business Ethics* 43: 189-194.
- Trucost (2010). Carbon footprints, performance and risk of US equity mutual funds.
- UFG-LFP (2009). Analyse des performances de portefeuilles "Best of" et "Worst of" ISR de l'Eurostoxx300: Une contribution empirique à la question de l'effet d'une sélection ISR sur la performance des portefeuilles. Centre de recherche - Groupe UFG-LFP: Les dossiers de la recherche (1).
- UNEP-Fi, Mercer (2007). Demystifying responsible investment performance. A review of key academic and border research on ESG factors.
- US SIF (2010). Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States.

I. Le développement de l'ISR en France : une analyse économique du rôle des labels

Ce chapitre analyse le marché ISR français des particuliers et le rôle économique des initiatives de signal de la qualité sur ce marché. Au vu de la complexité des produits financiers, de l'hétérogénéité des approches ISR, de la difficulté d'accéder à de l'information sur ces caractéristiques, du manque d'éducation financière des particuliers, et du manque de formation des conseillers financiers sur l'ISR, le marché ISR des particuliers est inefficace. Dans ce contexte, des labels peuvent aider à réduire l'asymétrie d'information et signaler la qualité des fonds ISR aux clients individuels. Sur la base de la littérature existante relative aux labels environnementaux et sociaux, et d'entretiens effectués auprès de parties prenantes du marché ISR, une grille d'analyse est conçue pour évaluer les initiatives de labellisation existantes selon quatre dimensions : l'organisme labellisateur, la conception du label, le contrôle et les sanctions, et la communication. Cela permet de constater qu'aucune initiative actuelle ne répond à toutes les exigences requises pour maximiser leur efficacité et améliorer le fonctionnement du marché ISR des particuliers, bien que l'une d'entre elles s'en rapproche. Une convergence de ces initiatives pourrait mener à un label qui remplisse toutes ces conditions, mais peu de signes d'une telle convergence à court terme existent.

Introduction

L'objectif de ce chapitre est d'étudier deux questions liées au fonctionnement des marchés et au rôle de la certification : pourquoi le marché ISR des épargnants particuliers peine-t-il à se développer ? Et quel rôle des labels peuvent-ils jouer pour améliorer l'efficacité de ce marché ? L'ISR reste en effet marginal puisqu'il ne concerne que 1 à 3% des encours sous gestion en France. Autre constat : les investisseurs individuels, qui représentaient il y a quelques années une part équivalente à celle des institutionnels, ne détiennent plus que 30% des encours ISR en France à fin 2010.

La cause du manque relatif de dynamisme du marché ISR des particuliers est à chercher dans la complexité de l'offre qui intervient à tous les niveaux : produits financiers complexes par nature, approches ISR diverses, décalage entre offre et demande, manque de formation, et inadéquation du circuit de distribution. Au niveau de la conception tout d'abord, les produits financiers peuvent être investis selon différentes stratégies et dans plusieurs types d'actifs : actions de grandes, moyennes ou petites entreprises ; obligations d'entreprises, d'États ou d'autres organismes ; obligations de long ou de court terme ; instruments financiers ; etc. De plus, leur structure de frais est souvent opaque (Carlin 2009). Dans le cas des fonds ISR, on rajoute à cela une couche additionnelle de complexité (Nilsson 2010), liée à l'approche extra-financière qui est elle aussi multiforme : les sources et critères d'analyse des émetteurs sont multiples (agences spécialisées, ONG, analyse interne à la société de gestion…) et leur impact sur la gestion est hétérogène et peut aller de la sélection des meilleurs émetteurs à l'exclusion de certains secteurs d'activité, en passant par la sous-pondération des émetteurs les moins bien notés, l'élimination des entreprises coupables de violation de normes internationales, le dialogue et l'engagement vis-à-vis des entreprises à problème, les investissements « verts »… En somme, les produits financiers ISR sont difficiles à comprendre pour des investisseurs non-initiés. D'autant plus que les approches les plus visibles pour ceux-ci, à savoir l'approche historique d'exclusion éthique ainsi que l'investissement dans des secteurs verts et des entreprises solidaires, ne correspondent pas forcément à la vision de l'ISR qu'ont les professionnels, sociétés de gestion et institutionnels, qui met l'accent sur les pratiques environnementales, sociales et de gouvernance des émetteurs quelle que soit leur activité, et qui tend à y rechercher un avantage financier par la réduction du risque.

La complexité inhérente à la conception des fonds ISR est aggravée par une difficulté d'accéder à de l'information les concernant. Cette difficulté provient de la structure de la distribution de ces produits : ils sont conçus par des sociétés de gestion, et distribués aux investisseurs individuels par le biais des réseaux bancaires et d'assurance. Les sites internet de ces réseaux, qui constituent l'interface avec les clients finaux, ne mettent pas souvent l'ISR en avant et présentent des informations généralement limitées, en tout cas en moindre quantité que ce qu'on peut trouver sur les sites des sociétés de gestion. La pédagogie sur l'ISR n'est guère plus présente lorsque le client se déplace en agence, puisque les chargés de clientèle sont très peu formés au concept. Enfin, les consommateurs manquent d'éducation financière ; ils ont du mal à comprendre le fonctionnement des produits financiers sans même qu'on y rajoute la complexité liée à la démarche ISR. Nilsson (2010) consacre sa thèse de doctorat à l'environnement de

décision complexe dans lequel évoluent les épargnants particuliers choisissant des produits ISR, du fait de la combinaison de ces deux dimensions financière et extra-financière.

Dans une telle situation, un outil comme le label, permettant de simplifier l'information et d'en faciliter l'accès aux investisseurs particuliers, peut améliorer l'efficacité du marché. Un label est un signe informatif apposé sur un produit et attestant de certaines caractéristiques consignées dans un document technique et vérifiées par un organisme tiers. Le label permet de signaler la qualité et de distinguer le produit ainsi reconnu du produit courant, en particulier lorsque les caractéristiques ainsi distinguées ne sont pas vérifiables par le consommateur ; on parle alors de bien de confiance.

Les exemples de labels ne manquent pas, notamment sur des caractéristiques environnementales et sociales : agriculture biologique, commerce équitable, bois ou papier issus de forêts gérées durablement… Ces labels apportent une prime aux produits labellisés puisqu'ils peuvent avoir un effet positif sur le consentement à payer des consommateurs (De Pelsmacker et al, 2005 ; Tagbata et Sirieix, 2008). Il faut cependant qu'ils remplissent certaines conditions pour être crédibles, conditions liées à la transparence, à la consultation des parties prenantes, à la clarté et la rigueur des exigences environnementales et sociales, à l'indépendance et l'expertise de l'organisme labellisateur, etc.

Ces éclairages peuvent permettre d'analyser les outils qui existent déjà sur le marché de l'ISR, qu'il s'agisse de labels à proprement parler ou d'initiatives de transparence qui s'en rapprochent. On peut ainsi identifier le label ISR de Novethic, un centre de recherche sur l'ISR et une filiale de la Caisse des Dépôts et Consignations ; le label du Comité Intersyndical de l'Épargne Salariale (CIES), destiné aux gammes d'épargne salariale ; les codes de transparence de l'Association Française de Gestion financière (AFG, l'association professionnelle des sociétés de gestion), du Forum pour l'Investissement Responsable (FIR) et d'Eurosif, deux organismes de lobbying sur l'ISR ; et enfin des réflexions au sein d'Ecocert, organisme agréé de certification environnementale et sociale, et d'Afnor, l'association française de normalisation.

L'objet de ce chapitre, une fois la complexité du marché établie, est d'étudier dans quelle mesure les labels existants peuvent contribuer à réduire cette complexité et ainsi améliorer l'efficacité du marché. Pour cela, une grille de critères contribuant à la crédibilité du label est construite selon les grands axes suivants : l'organisme labellisateur (indépendance, impartialité, moyens, expertise, agrément public) ; la conception du label (document technique, clarté des standards, rigueur des exigences, consultation des parties prenantes) ; le contrôle et les sanctions (audit indépendant, audit périodique et impromptu, règles d'interprétation claires, règles de sanction, mise en garde écrite, retrait du label) ; et la communication (signe informatif, transparence).

L'analyse des labels existants au regard de cette grille montre qu'aucune initiative ne remplit tous les critères listés ci-dessus. Le label ISR Novethic semble le plus complet à l'exception de l'agrément public ; le label CIES pèche dans la transparence et la clarté des standards requis ; l'initiative de l'AFG est portée par un organisme non indépendant des sociétés de gestion et présente des exigences faibles ; ce dernier problème est

également rencontré par Eurosif ; enfin, Afnor et Ecocert manquent encore d'expertise et d'antériorité sur le sujet.

En théorie, une solution serait de faire converger ces acteurs et ces initiatives, en vue d'aboutir à un label qui remplirait toutes les conditions énoncées dans la grille d'analyse. On pourrait ainsi envisager une collaboration entre acteurs pilotée par Afnor, en vue d'affiner la critériologie du label ISR Novethic, la plus aboutie d'après l'analyse effectuée, et d'en faire une norme ; cette base permettrait ensuite d'accréditer des organismes labellisateurs, dont les moyens de fonctionnement seraient assurés par les frais de labellisation en vue d'assurer leur indépendance. Ces frais seraient rendus possibles par la mise en place d'avantages fiscaux liés aux produits ISR labellisés, puisque le label s'appuierait sur une norme publique. Les distributeurs de produits ISR pensent en effet que de telles mesures fiscales permettraient d'accélérer le développement du marché.

Une autre convergence possible, déjà amorcée, serait une imbrication en « poupées russes » des initiatives qui par nature ne sont pas au même niveau : les codes AFG-FIR et Eurosif, qui se limitent à la transparence, sont déjà un critère obligatoire dans le cadre du label ISR Novethic, qui combine des critères de transparence et de vérification des processus ISR. On peut imaginer que le CIES, qui associe des critères liés à l'ISR et d'autres sortant de ce cadre et liés aux conditions d'accès et de représentation des salariés dans les gammes d'épargne salariale, se focalise sur ces derniers points et conditionne la certification du caractère ISR à l'obtention du label Novethic. Cette répartition des rôles concentrerait chaque organisme sur son réel champ d'expertise et permettrait une collaboration plutôt qu'une concurrence entre eux.

Néanmoins, le scénario d'une convergence et d'incitations publiques est peu réaliste. D'une part, la possibilité de mettre en place des avantages fiscaux, évoquée lors des discussions autour du Grenelle de l'environnement, n'est plus à l'ordre du jour à un moment où la tendance est à la rigueur budgétaire et la suppression de telles mesures ; ces mesures auraient cependant pu compenser, en termes d'incitation du consommateur, l'absence de lien établi entre ISR et valeur ajoutée environnementale et sociale, qui est une des motivations des acheteurs de produits biologiques et équitables, et devrait constituer de ce fait un axe de recherche fort de la part des offreurs de fonds ISR. D'autre part, les différents organismes labellisateurs poursuivent, en parallèle à l'objectif affiché de promotion et de développement de l'ISR, des objectifs plus stratégiques et lies à leurs propres intérêts. Cela conduit à des relations parfois tendues, et rend improbable à court terme une convergence de leurs efforts. L'étude du rôle stratégique des labels ISR en France fait d'ailleurs l'objet du second chapitre.

1 Revue de littérature

1.1 Complexité du marché

Dans ce chapitre, nous émettons l'hypothèse que le marché des produits ISR peine à se développer en raison d'une complexité de l'offre et d'une difficulté pour les clients finaux d'accéder à de l'information. L'asymétrie d'information entre vendeurs et acheteurs est en effet une cause d'inefficacité d'un marché. L'article fondateur sur l'asymétrie d'information autour de la qualité des produits est celui d'Akerlof (1970). En prenant l'exemple du marché des voitures d'occasion, sur lequel coexistent des voitures de bonne et de mauvaise qualité, il montre qu'en l'absence de mécanismes permettant à l'acheteur d'avoir de l'information sur la qualité (information uniquement détenue par le vendeur), les voitures de mauvaise qualité poussent les voitures de bonne qualité en dehors du marché. En effet, les acheteurs n'ayant pas d'information a priori sur la qualité des voitures, les voitures de bonne et de mauvaise qualité doivent être vendues au même prix. La propension des acheteurs à payer est alors tirée vers le bas par les voitures de mauvaise qualité, qui finissent par dominer un marché dont la taille se réduit.

Lofgren, Persson et Weibull (2002), dans une revue des travaux d'Akerlof, Spence et Stiglitz sur les marchés avec asymétrie d'information, présentent ces résultats, ainsi que les conclusions de Spence sur l'existence, pour les vendeurs de biens de haute qualité, d'une incitation à prendre des mesures observables et coûteuses afin de signaler cette qualité. La labellisation est l'une de ces mesures.

Plus spécifiquement, Carlin (2009) s'intéresse à la dispersion des prix dans le marché des produits financiers à destination des particuliers, et certaines de ses observations peuvent être étendues à d'autres caractéristiques de ces produits, dans notre cas l'aspect ISR des fonds. Il constate qu'il existe une dispersion significative des prix même lorsque les produits sont homogènes. Cette dispersion est imputable à la complexité des structures de prix mises en place par les sociétés de gestion. Cette complexité leur permet de préserver un rapport de force favorable avec les consommateurs et de maintenir des profits plus élevés, en limitant la compréhension ou « l'alphabétisation financière » des consommateurs. Plus ceux-ci ont du mal à déterminer le meilleur prix, plus il est optimal pour eux de rester non informés et de choisir un produit de façon aléatoire. Le coût de déterminer ce meilleur prix représente par exemple l'éducation financière du consommateur et le temps qu'il doit passer à analyser les prix effectifs des différents produits présents sur le marché. Cette éducation financière est loin d'être acquise : un bon nombre de ménages qui investissent dans des produits financiers ne savent pas réellement ce qu'ils achètent ni le prix qu'ils paient (Alexander et al, 1998 ; Capon et al, 1996). Plus l'industrie est compliquée, plus le nombre de ménages qui choisissent de rester non informés est élevé. Carlin note que l'existence d'un canal de conseil professionnel peut limiter l'avantage que retirent les producteurs de la complexité des prix, même si ces derniers peuvent réagir en limitant la dispersion des prix pour réduire l'incitation à se renseigner, en augmentant la complexité pour augmenter le coût de se renseigner, ou en passant des accords avec les canaux de conseil. Il conclut sur les

leviers réglementaires susceptibles de limiter le pouvoir d'oligopole des producteurs : l'obligation de révéler clairement les prix, la restriction des contrats possibles entre producteurs et conseillers, et enfin l'augmentation de l'alphabétisation financière en rendant l'éducation financière des consommateurs plus efficace et moins coûteuse.

Plusieurs parallèles peuvent être effectués avec l'aspect ISR des produits financiers, l'idée de base étant l'analphabétisme des consommateurs individuels. On constate une dispersion des approches ISR adoptées par les sociétés de gestion, ainsi qu'une certaine complexité dans leurs processus, pour laquelle quasiment aucune pédagogie n'est mise en place ; nous présentons plus loin la diversité des approches ISR adoptées en France et de la présentation qui en est faite sur les sites internet des principaux réseaux bancaires. Les entretiens effectués avec des représentants de sociétés de gestion et de réseaux de distribution suggèrent que les consommateurs connaissent rarement et comprennent encore plus rarement ces produits, ce qui réduit leur incitation à y investir. En suivant le modèle de Carlin, la volonté de développer le marché retail des produits financiers ISR peut justifier des mesures telles que l'intervention d'un canal de conseil, des obligations de transparence, ainsi qu'une pédagogie et une éducation financière accrue à destination des consommateurs.

Bonroy et Constantatos (2004) confirment le lien entre asymétrie d'information et opportunité d'outils de révélation de cette information. Ils traitent de l'introduction d'un label dans un marché de biens de confiance. Un bien de confiance est caractérisé par le fait que sa qualité n'est pas révélée au consommateur, même après achat et consommation (ou alors à très long terme). Comme la répétition de l'achat n'apporte aucune information supplémentaire aux consommateurs, les producteurs de qualité élevée ne peuvent pas espérer avoir une rente informationnelle leur permettant de signaler leur qualité de manière crédible, comme dans le cas de biens d'expérience (Nelson [1970], Shapiro [1983]). Notons que cela s'applique doublement aux produits financiers ISR puisque non seulement leur qualité extra-financière n'est pas révélée après achat, mais qu'en plus on est dans un schéma différent de celui de périodes de consommation et d'achats répétés, l'investissement étant généralement long et le support d'investissement rarement modifié sans raison particulière.

1.2 Caractéristiques d'un label

Après avoir passé en revue les travaux liant complexité d'accès à l'information et opportunité d'introduction d'un label, il convient d'examiner la littérature sur les caractéristiques que doivent remplir un label, en particulier lié à des caractéristiques environnementales et sociales.

Coestier (1998) s'est intéressée aux différentes formes de certification dans le secteur agricole : le label, la certification de conformité, l'appellation d'origine contrôlée (AOC) et l'agriculture biologique. L'auteur présente plusieurs aspects qui peuvent nous intéresser dans l'analyse des labels ISR.

- La principale notion est que le produit ainsi reconnu se distingue du produit courant par une qualité ou des caractéristiques consignées dans un document

technique (le règlement technique d'un label par exemple) qui vont au-delà du respect de la simple réglementation ou de normes obligatoires.

- En outre, le contrôle est effectué par une tierce partie, un établissement public dans le cas de l'AOC et des organismes certificateurs privés pour le label. Ces derniers doivent être agréés au regard des critères d'indépendance, d'impartialité, d'efficacité et de compétence définis dans la norme EN 45011 relative à l'accréditation des organismes certificateurs, et sont supervisés par les pouvoirs publics.
- De plus, des instances nationales consultatives associent professionnels et consommateurs.
- Enfin, un signe informatif est apposé sur l'étiquetage ou le conditionnement des produits.

L'auteur ajoute que ces formes collectives de signal de la qualité se rencontrent particulièrement sur les marchés de produits « de masse » ou de consommation courante, souvent caractérisés par une pression concurrentielle forte. Elle note aussi que, tout en permettant aux producteurs valorisant la qualité de distinguer leur produit du produit courant, ces formes de signal peuvent donner lieu à des comportements opportunistes pouvant entacher la crédibilité du signe, comme l'usurpation d'appellation ou le non respect du référentiel.

Gulbrandsen (2008) s'intéresse lui aux deux programmes de labellisation de forêts durables en place en Suède. Avant de s'intéresser à l'effet de la compétition entre deux labels, il en présente des caractéristiques qui les rapprochent des labels ISR qui font l'objet du présent chapitre.

Il constate tout d'abord que les entreprises adoptent de plus en plus de standards volontaires, sous la forme de codes de conduite, de systèmes de management, et de programmes de labellisation et certification. Ces standards peuvent être définis par des institutions gouvernementales, intergouvernementales ou supranationales, des organismes comme ISO (International Organization for Standardization), ou encore des organes non gouvernementaux comme des associations professionnelles ou de défense des droits de l'homme et de l'environnement. Cette dernière catégorie d'instances non gouvernementales, très active depuis quelques années, a donné lieu à l'expression « privatisation de la gouvernance ». L'auteur identifie certains éléments permettant de renforcer la crédibilité et la transparence de tels programmes dans le cas d'une labellisation environnementale :

- La transparence
- L'inclusion d'un grand nombre de parties prenantes
- La rigueur des critères environnementaux et sociaux
- L'existence d'un audit indépendant

Il donne ensuite des pistes pour mesurer l'effet d'un programme de labellisation environnementale, qui semble extensible dans une certaine mesure à d'autres types de labellisation. Ainsi, une institution de gouvernance environnementale peut être considérée efficace si elle résout ou atténue le problème qui a motivé sa création. La situation « business-as-usual » sert de référence pour mesurer l'amélioration relative

due à la certification, en regardant dans quelle mesure les entreprises agiraient différemment en l'absence de certification, dans quelle mesure elles vont au-delà des obligations réglementaires, en gardant en tête que d'autres facteurs, comme la pression de groupes environnementaux, peuvent expliquer en partie ces effets. Gulbrandsen souligne en outre que la capacité d'un programme de labellisation à faire évoluer ses règles et à prendre en compte les attentes des parties prenantes peur améliorer sa performance, mais constate que les différences d'opinion et d'intérêts peuvent ralentir le processus de décision. Il met également en avant le compromis nécessaire entre l'inclusion de toutes les parties prenantes et des critères stricts d'une part, et la nécessité d'obtenir l'adhésion du secteur professionnel de l'autre.

Van Amstel, Driessen et Glasgergen (2008) s'intéressent à cinq écolabels présents aux Pays-Bas et portant sur l'agriculture, en vue d'illustrer les effets de leurs différentes caractéristiques sur la réduction de l'asymétrie d'information entre producteurs et consommateurs. Ils notent, à l'instar de Bonroy et Constantatos (2004), que ces produits sont des biens de confiance dont les caractéristiques ne peuvent être vérifiées par le consommateur, ce qui ouvre la voie à des comportements opportunistes de la part des producteurs, comportements qui peuvent être atténués à l'aide de dispositifs d'écolabellisation. L'écolabellisation, qui est un instrument d'autorégulation, présente certains avantages par rapport à la réglementation gouvernementale : flexibilité, réactivité, efficacité et disposition des producteurs à s'y conformer. En revanche, son honnêteté peut être contestée, dans la mesure où elle sert les intérêts des entreprises avant ceux du public. De plus, elle est jugée inadéquate dans la gestion de problèmes environnementaux complexes, puisque ni la rigueur et la transparence des standards, ni l'application des sanctions en cas de non-conformité ne sont assurées.

La fiabilité des accords volontaires peut être évaluée sur l'ensemble de leur « cycle de vie » : les standards doivent être clairs, les producteurs doivent s'y conformer, et l'impact écologique doit être mesurable. Cette fiabilité peut être améliorée par trois principes : la séparation des pouvoirs entre l'organisme qui définit les standards, l'organisme qui accrédite les organismes de certification, et ces derniers chargés de vérifier l'application des standards ; la démocratie, qui assure une meilleure connaissance des standards par les parties prenantes et un soutien plus large ; et l'équité légale, ou l'application des standards de la même manière à tous les producteurs, qui requiert une transparence accrue des standards et une traçabilité des audits.

L'écolabellisation peut se heurter à des risques de non-conformité sur trois dimensions : la conformité spontanée, si les standards ne sont pas clairs, trop élevés, ou s'il n'existe pas de coût à ne pas les respecter ; le contrôle, si les chances de se faire auditer ou de détecter une infraction sont faibles ; et les sanctions, si celles-ci sont faibles ou rarement appliquées. Les démarches suivantes peuvent permettre de limiter ces risques : sur la conformité spontanée, la formulation non équivoque des standards, la participation des producteurs à leur élaboration, et des prix plus élevés pour les produits labellisés ; sur le contrôle, l'existence d'un contrôle périodique systématique et d'audits surprises, ainsi que la formation des auditeurs ; et sur les sanctions, une définition claire des règles, et la possibilité d'amendes, de retraits du label, et d'annonce publique des sanctions.

Si l'on revient au cycle mentionné plus haut (définition des standards, mise en conformité des producteurs, mesure de l'impact écologique), on constate que ce dernier point fait actuellement défaut. Pourtant, il existe des attentes des consommateurs sur cet impact, et l'on parle plus souvent de « produits durables » que de « produits durablement conçus ». Mais la mesure de cet impact est compliquée, faute de certitudes sur la relation de causalité entre les standards et la situation environnementale. Elle apporterait cependant plus de crédibilité aux écolabels, et réduirait l'asymétrie d'information entre producteurs et consommateurs.

Autre limite des écolabels, le manque de communication sur la conformité des producteurs : les certificateurs se contentent souvent aujourd'hui d'une simple déclaration de conformité. La confiance dans les producteurs est remplacée par une confiance dans les certificateurs, alors que subsiste une asymétrie d'information entre certificateurs et consommateurs.

En outre, un label peut comporter des standards obligatoires, des standards optionnels dont il faut remplir un certain pourcentage, et des recommandations non contraignantes. Or ces dernières apportent de la confusion dans la mesure où elles ne peuvent pas être imposées par l'organisme certificateur puisqu'elles ne sont pas nécessaires à l'obtention du label.

Enfin, corriger ces limites augmenterait le coût de labellisation, et donc le prix des produits labellisés, qui deviendraient moins compétitifs sur le marché. Dans ce contexte, l'État peut jouer un rôle, en imposant des règles que les écolabels doivent respecter. Cela augmenterait leur crédibilité et réduirait le nombre de labels. Conséquence : des labels plus fiables, qui rendraient le marché plus transparent et augmenteraient la prime des produits labellisés.

1.3 Effets d'un label sur les consommateurs

Cela étant, un label, aussi crédible soit-il, n'a d'intérêt que s'il favorise effectivement les produits labellisés auprès des consommateurs. Plusieurs articles d'économie expérimentale s'intéressent ainsi à l'effet d'un label sur le consentement à payer (CAP ou WTP pour *willingness to pay*) des consommateurs, notamment en mettant en regard plusieurs caractéristiques des produits, comme le prix, des caractéristiques apparentes (goût, aspect…) et des caractéristiques de confiance qui sont celles labellisées. Ces méthodes d'économie expérimentale sont justifiées dans la littérature (Alfnes et Rickertsen 2011, Binswanger 1980, Smith 1982), particulièrement sur des produits jeunes voire inexistants pour lesquelles des données de marché existent peu ou pas, et ne donnent en tout cas pas d'indication sur les motivations des consommateurs.

Sur la famille de labels qui nous intéresse, à savoir les labels environnementaux et sociaux (écolabels, commerce équitable…), la littérature est abondante (par exemple Moon et al 2002, Wessells et al 1999, Blend et Ravenswaay 1999, Salladarré et al 2010, De Pelsmacker et al 2005, Tagbata et Sirieix 2008, Yue et al 2009). Nous décrirons ici quatre de ces articles.

Yue, Alfnes et Jensen (2009) montrent que 75% des consommateurs sont prêts à payer une prime pour les pommes issues de l'agriculture biologique, à apparence identique.

Cependant, l'apparence du produit joue un rôle important puisque ce segment se réduit lorsque des imperfections cosmétiques apparaissent sur les pommes. Ces imperfections sont plus fréquentes sur les pommes « bio » du fait de l'absence d'utilisation de pesticides. Bien que les consommateurs déclarent majoritairement privilégier les produits « bio » pour éviter les pesticides, les pommes ainsi produites sont plus pénalisées en termes de CAP par leur apparence que les pommes conventionnelles.

Salladarré et al (2010) analysent la demande d'écolabels pour les produits de la mer en France. En se basant sur une enquête auprès de 1000 consommateurs, ils notent une demande en écolabels qui varie selon les caractéristiques considérées : cette demande est fortement impactée par des caractéristiques de production (origine, niveau des stocks…) - qui se trouvent être peu ou pas observables par le consommateur final -, alors qu'elle l'est beaucoup moins par les attributs plus observables du produit (aspect visuel, fraicheur…).

De Pelsmacker, Driesen et Rayp (2005) ont quant à eux enquêté auprès d'un échantillon de consommateurs belges de café. Ces derniers sont prêts à payer en moyenne une prime de 10% pour du café labellisé commerce équitable. Ils ont en outre identifié deux sous-ensembles de leur échantillon, les « Fair trade lovers » (11% de l'échantillon) et les « Fair trade likers » (40%). Les premiers ont une préférence claire et affichée pour la labellisation équitable, loin devant les autres caractéristiques du produit. Les deuxièmes ont des préférences plus équilibrées, mais placent également le label équitable en tête des attributs du produit qu'ils prennent en compte.

Enfin, Tagbata et Sirieix (2008) ont analysé l'effet des labels « bio » et « commerce équitable » sur le consentement à payer des chocolats. Ils ont identifié trois « classes » dans leur échantillon : la classe 1 (42% de l'échantillon), la plus sensible aux prix et la moins sensible aux labels ; la classe 2 (41%), qui valorise les labels « bio » et « équitable » sans condition ; et la classe 3 (17%), sensible aux labels sous réserve du goût du produit. Ils notent qu'au sein de la classe 1, les étudiants et les sans profession constituent les catégories socioprofessionnelles les plus représentées, alors qu'au sein de la classe 2, il s'agit des cadres, commerçants et chefs d'entreprise. On peut ainsi penser que les catégories plus aisées sont plus sensibles aux labels, ce qui est un argument en faveur des labels ISR puisque les produits financiers concernent les personnes ayant un capital à placer.

1.4 Standards, normes et labels : clarification des termes

La partie suivante s'appuie principalement sur les définitions données par l'Agence française de normalisation (Afnor 2011), et vise à distinguer les termes utilisés, qui prêtent souvent à confusion. Ainsi, on distinguera notamment les normes et standards, qui sont des corpus de règles, la certification, qui est le processus de vérification de la conformité à ces règles, et le label, qui est le signe distinctif apposé sur un produit ou un service à l'issue de cette certification.

1.4.1 Norme

Document, établi par consensus et approuvé par un organisme reconnu, qui fournit, pour des usages communs et répétés, des règles, des lignes directrices ou des caractéristiques, pour des activités ou leurs résultats, garantissant un niveau d'ordre optimal dans un contexte donné (définition de l'ISO/CEI).

Les organismes de normalisation reconnus sont:

- au niveau mondial, l'ISO (Organisation internationale de normalisation), la CEI (Commission électrotechnique internationale) et l'UIT (Union internationale des télécommunications),
- au niveau européen le CEN (Comité européen de normalisation) , le CENELEC (Comité européen de normalisation pour l'électrotechnique) et l'ETSI (institut européen des normes de télécommunications),
- au niveau national, AFNOR, la Commission française pour l'ETSI, gérée par AFNOR, et l'UTE (union technique de l'électricité) qui est le membre français du CENELEC.

Dans le cadre du Décret n° 2009-697 du 16 juin 2009, AFNOR anime le système central de normalisation composé des 25 bureaux de normalisation sectoriels, des pouvoirs publics et de 20 000 experts. AFNOR est le membre français du CEN et de l'ISO et assume les responsabilités attribuées à la France à ce titre.

Des homologues d'AFNOR sont présents dans de nombreux pays, par exemple le DIN en Allemagne, BSI (British Standard Institute) au Royaume-Uni, ANSI (American National Standard Institute) aux Etats-Unis.

1.4.2 Norme de facto ou Norme de fait

Norme qui n'a pas été élaborée par un organisme officiel de normalisation mais qui s'est imposée auprès des utilisateurs, d'un groupe d'entreprises ou d'un consortium. S'oppose à une norme officielle, ou norme de droit ou norme "de jure".

1.4.3 Standard

Convention fondée sur un consensus plus restreint que pour la norme, généralement élaboré entre des industriels au sein de forums ou de consortiums.

Lorsqu'une méthode ou une technologie est adoptée par une majorité d'industriels et d'utilisateurs et qu'elle est considérée comme "standard", on parle alors de "standard de fait" (standard de facto.)

Règles et prescriptions techniques définies par une entreprise pour caractériser un produit, un processus, une méthode.

1.4.4 Certification

La certification est une activité par laquelle un organisme reconnu, indépendant des parties en cause, donne une assurance écrite qu'une organisation, un processus, un service, un produit ou des compétences professionnelles sont conformes à des exigences spécifiées dans un référentiel. La certification est une démarche volontaire.

Toute entreprise, organisation ou administration peut demander à faire certifier son organisation, ses services ou ses produits.

1.4.5 Accréditation

Démarche consistant, après évaluation, à attester que des organismes ou laboratoires sont techniquement capables de réaliser des essais, des analyses ou des étalonnages et de procéder à des actions d'inspection ou de certification de produits, services, systèmes qualité ou de personnels, dans les secteurs pour lesquels ils se déclarent compétents. En France, le Comité français d'accréditation (COFRAC) remplit ces missions.

1.4.6 Expert

Personne qualifiée techniquement dont la compétence et la probité lui valent d'être formellement reconnue apte à effectuer des travaux d'expertise. Membre d'une instance de normalisation, hautement qualifié dans un secteur professionnel donné, qui fournit le contenu technique des normes, en assure la validation et contribue aux mises à jour nécessaires. Il a la mission de formuler la position normative nationale sur les projets en cours d'élaboration et de la défendre lors des réunions des instances européenne et internationale. Sa participation aux travaux est financée par son entreprise ou l'organisme dont il dépend.

1.4.7 Label

Un label est un signe informatif apposé sur un produit et attestant de certaines caractéristiques consignées dans un document technique et vérifiées par un organisme tiers. Le label permet de signaler la qualité et de distinguer le produit ainsi reconnu du produit courant, en particulier lorsque les caractéristiques ainsi distinguées ne sont pas vérifiables par le consommateur.

2 Questions de recherche et méthodologie

2.1 Questions de recherche

Les questions traitées dans ce chapitre partent d'un double constat : le marché des produits financiers ISR à destination des particuliers peine à se développer, et plusieurs initiatives de labellisation ou proches de la labellisation ont fait leur apparition ces dernières années. Le marché français de l'ISR, ainsi que ces initiatives de labellisation, sont présentés en détail dans l'annexe.

La première question qui découle de ce constat : pourquoi ce marché est-il inefficace et propice au développement de labels ? Comme l'a introduit la revue de littérature, la complexité d'un produit, de même que l'existence de caractéristiques non vérifiables par le consommateur final, peuvent être des freins au développement du marché et justifier la mise en place d'initiatives visant à simplifier l'information et à signaler la qualité, comme des labels. On tentera donc d'apporter des éléments de réponse à cette question en démontrant d'une part la complexité résultant de l'hétérogénéité des fonds ISR, et

d'autre part la difficulté pour un investisseur individuel d'accéder à ces produits et à de l'information sur leurs caractéristiques extra-financières.

Une fois le développement des labels existants justifié, on peut se poser une deuxième question : ces labels peuvent-ils contribuer à l'amélioration de l'efficacité du marché ? Pour évaluer ces labels, il faut avant tout définir les conditions qu'ils doivent réunir ; on s'appuiera notamment sur les caractéristiques d'autres labels environnementaux et sociaux, présentées dans la revue de littérature, en les adaptant aux spécificités des produits financiers. Une fois cette grille d'analyse établie, on pourra l'appliquer aux initiatives existantes et pointer les forces et faiblesses de chacune d'entre elles ; cela permettra de suggérer des recommandations et pistes d'évolution en vue d'aboutir à un outil efficace propice au développement du marché des produits ISR.

2.2 Analyse de la complexité de l'offre

La complexité de l'offre des produits ISR et la difficulté d'accès à de l'information sur ces produits sont établies en deux étapes. La première consiste à décrire les différents types de produits selon leurs caractéristiques financières et extra-financières en vue d'en souligner l'extrême diversité. Dans un deuxième temps, l'offre de produits ISR sur les sites internet des principales banques est examinée en mettant l'accent sur la facilité d'accès aux fonds ISR et à de l'information claire et pédagogique, selon la grille d'analyse suivante :

2.2.1 Accessibilité

- Existence d'une rubrique ISR : une fois qu'on a accédé à la partie du site consacrée aux produits d'épargne et d'investissement, on regarde si une rubrique est dédiée à l'ISR et regroupe des informations sur le sujet.
- Fonds mis en avant : on regarde la façon dont les fonds ISR sont présentés, relativement à l'ensemble des fonds. Est-ce qu'un lien dédié leur est consacré ? Est-ce qu'ils apparaissent en bonne place dans les fonds les plus mis en avant ? Ou alors est-ce qu'ils sont simplement listés parmi l'ensemble des fonds offerts par la banque ?
- Explication de l'ISR : on regarde si le site présente des éléments pédagogiques autour de l'ISR, notamment sur ce que recouvre le concept, sur les critères et le processus adoptés pour les fonds de la banque, etc.

2.2.2 Approches extra-financières

- Approches disponibles : on examine ici la diversité des fonds ISR offerts en termes de classes d'actifs, mais surtout en termes d'approches ISR et de thématiques adoptées. Une plus grande diversité offre plus de choix mais également plus de complexité.
- Description des approches : on regarde si les approches adoptées pour chaque fonds sont bien expliquées et détaillées, ou si la banque se contente de l'appellation « ISR ».

2.2.3 Utilisation de labels

- Label ISR Novethic : on regarde si les fonds ISR disponibles sont labellisés par Novethic et, le cas échéant, si ce label est affiché.
- Code de transparence AFG/FIR/Eurosif : on regarde si les fonds ISR disponibles ont répondu au code de transparence et si cette réponse est accessible sur le site de la banque.
- Autres labels : on regarde si d'autres labels, notamment le label Finansol destiné aux produits solidaires, sont affichés pour certains fonds. Note : on ne présente pas ici le label CIES dans la mesure où il est dédié aux gammes d'épargne salariale, qui ne sont pas distribuées par les réseaux bancaires, mais font généralement l'objet de brochures dédiées au sein de chaque entreprise.

2.2.4 Présentation des performances financières et extra-financières

- Performance financière : on regarde la mise à disposition de données relatives à la performance financière des fonds.
- Performance extra-financière : on regarde la mise à disposition de données relatives à la performance extra-financière des fonds, que ce soit en termes de scores ISR ou d'indicateurs de performance spécifiques comme les émissions de CO_2 ou la création d'emplois.

2.3 Grille d'analyse des labels ISR

En s'appuyant sur la littérature relative aux labels, labels environnementaux et écolabels, ainsi que sur les sources d'informations citées ci-après, une grille d'analyse a été développée pour tenter de dégager les points forts et les points faibles des différentes initiatives recensées, points qui peuvent contribuer à leur succès ou leur amélioration. Cette grille sera remplie en utilisant les données recueillies par les moyens mentionnés plus haut. Il est important de noter que les critères listés n'ont pas tous la même importance, et que l'objectif de cette grille n'est pas de fournir un « score » global sur la base d'une équipondération des critères remplis.

Les critères retenus ont été répartis en quatre catégories :

- Les critères relatifs aux labellisateurs
- Les critères liés à la conception du label
- Les critères liés aux procédures de contrôle et de sanction
- Les critères liés à la communication autour du label

2.3.1 Caractéristiques du labellisateur

- Indépendance : l'indépendance signifie que l'organisme labellisateur peut effectuer son travail sans être soumis à l'influence directe ou indirecte des producteurs labellisés. Elle peut être affectée par le mode de financement de l'organisme labellisateur, ou encore son mode de gouvernance.
- Impartialité : cela signifie que l'organisme labellisateur traite toutes les candidatures de façon équitable, sans favoriser un dossier en particulier. Elle est

assurée par un même traitement pour tous, sans conditions qui sortent du champ du règlement du label.

- Efficacité et moyens : ceux-ci sont nécessaires pour assurer le sérieux de l'initiative de labellisation. On évalue ces moyens par le nombre de personnes et le temps dévolu au traitement des dossiers de labellisation.
- Compétence et expertise : autre gage de sérieux du label, la compétence de l'organisme labellisateur dépend de la formation et de l'activité de ses membres, ainsi que de leur antériorité et leurs travaux passés sur le sujet.
- Agrément public : ce dernier critère rajoute de la crédibilité au label vis-à-vis des clients finaux puisqu'il apporte un cachet officiel à l'initiative.

2.3.2 Conception du label

- Existence d'un document technique : un tel document, règlement, cahier des charges, questionnaire, etc., est essentiel pour poser les règles de labellisation, à la fois vis-à-vis des producteurs comme document de référence en cas de désaccord, et vis-à-vis des consommateurs pour qu'ils sachent quelles garanties le label apporte sur les caractéristiques des produits labellisés.
- Formulation non équivoque des standards : pour limiter la contestabilité de la labellisation ou la non-labellisation, les standards choisis doivent être formulés de la façon la plus claire possible et la moins sujette à interprétation, de sorte que les mêmes résultats puissent être reproduits pour un même dossier.
- Exigences au-delà de la réglementation / rigueur des critères E et S : Les exigences du label doivent être suffisamment strictes et aller au-delà de ce qui se fait sans label, pour justifier la participation et l'investissement des candidats à une telle initiative en leur permettant de se distinguer des pratiques normalement en vigueur.
- Instances consultatives associant professionnels et consommateurs : l'avis des producteurs ainsi que les attentes des consommateurs doivent être pris en compte pour assurer une critériologie adaptées aux réalités du marché.

2.3.3 Contrôle et sanctions

- Contrôle par tierce partie / Existence d'un audit indépendant : dans la mesure où ces labels portent sur des caractéristiques non observables par le consommateur final, l'existence d'un audit indépendant est importante pour rassurer ce consommateur sur la prise en compte de ces caractéristiques par les producteurs.
- Audit périodique et impromptu : Un audit unique au moment de l'attribution du label ne permet pas d'assurer que les exigences seront toujours respectées à l'avenir. Un audit périodique permet de garder les produits labellisés aux normes, et la possibilité d'effectuer des audits impromptus renforce l'effet dissuasif vis-à-vis des producteurs tentés par un non-respect temporaire des exigences du label.
- Règles d'interprétation claires : similairement à la formulation non-équivoque des standards, les éléments contrôlés lors des audits ainsi que la façon dont est défini un manquement aux règles ne doivent pas être sujets à interprétation et à contestation.

- Règles de sanctions : de même, les sanctions prévues en cas de manquement aux règles doivent être clairement définies, en termes de délai de mise en conformité et de type de sanction pour chaque type de violation.
- Mise en garde écrite : l'envoi d'une communication officielle en cas de manquement aux règles du label permet d'assurer la traçabilité du contrôle, notamment en cas de litige sur d'éventuelles sanctions futures.
- Retrait du label : la possibilité de retirer le label aux produits ne respectant plus ses exigences et ne s'étant pas remis en conformité dans les temps impartis doit être ouverte pour conserver la crédibilité du label sur les garanties qu'il apporte.

2.3.4 Communication

- Signe informatif apposé sur le produit : un signe distinctif doit permettre aux consommateurs de repérer les produits respectant les exigences du label, pour les guider et pour justifier l'investissement effectué par les producteurs pour respecter ces exigences.
- Transparence : la transparence autour des critères de labellisation, des audits, des manquements aux règles, des retraits de labels, etc., est essentielle pour permettre aux consommateurs de savoir précisément ce que leur apporte un produit labellisé et de faire confiance au label.

2.4 Collecte de données

Ce chapitre part d'une question concrète : il porte sur un marché spécifique, celui des produits financiers ISR, et s'intéresse à la pertinence des initiatives de labellisation de ces produits. En vue d'avoir une compréhension poussée de la structure du marché, de la typologie des acteurs, du rôle des organismes labellisateurs, de l'impact de leurs labels, des attentes des producteurs et consommateurs, etc., des entretiens ont été effectués, principalement avec des sociétés de gestion, mais aussi des organismes labellisateurs, régulateurs, investisseurs, agences de notation extra-financière, associations professionnelles, et réseaux de distribution de produits financiers (liste en annexe). L'analyse s'appuie également sur des documents de travail de Novethic : l'auteur a en effet travaillé à Novethic, en particulier sur l'élaboration du label et son lancement opérationnel. En outre, en plus de la littérature académique citée, un certain nombre de données utilisées proviennent de rapports publiés par l'AMF, l'AFG, des courtiers, consultants et autres associations, ainsi que des médias, des sociétés de gestion et des banques qui distribuent des produits ISR.

3 Complexité du marché

Les questions de recherche partent du constat, corroboré par les professionnels du secteur, des difficultés de fonctionnement du marché des produits financiers ISR. Nous présentons dans cette partie les caractéristiques de ces produits qui conduisent à une asymétrie d'information entre producteurs et consommateurs et à une souscription relativement faible de ces produits.

On peut imputer cette complexité à quatre principaux éléments : la complexité inhérente aux produits financiers, telle que présentée dans la revue de bibliographie ; la diversité des pratiques ISR ou se rapprochant de l'ISR que peuvent mettre en place les sociétés de gestion ; l'écart entre offre et demande sur la représentation que se font les acteurs de l'ISR ; et enfin le mode de distribution très spécifique des produits financiers et l'inadéquation du circuit commercial existant pour vendre des produits ISR.

3.1 Complexité des produits financiers

Comme montré dans la revue de littérature, les produits financiers sont complexes à appréhender pour le client particulier, indépendamment de leur aspect ISR ou non. Outre leur structure de frais souvent opaque (Carlin 2009), ils peuvent être investis dans plusieurs types d'actifs : actions de grandes, moyennes ou petites entreprises ; obligations d'entreprises, d'États ou d'autres organismes ; obligations de long ou de court terme ; instruments financiers ; etc. Ils peuvent également répondre à plusieurs stratégies : entreprises de croissance (stratégie « growth »), entreprises de valeur (stratégie « value »), réplication de la répartition sectorielle de l'indice de référence ou au contraire biais sectoriels, choix des zones géographique (zone Euro, marchés émergents, monde entier…), allocation fixe ou variable entre différentes classes d'actifs… Le fournisseur de données financières Morningstar a ainsi une classification des fonds de placement qui ne compte pas moins de 217 catégories. Toutes ces caractéristiques conduisent à des produits présentant des profils de risques différents qui ne sont pas forcément évidents à appréhender. De plus, tant dans leurs aspects financiers qu'extra-financiers, la décision d'investissement se fait sur les processus ainsi que sur les résultats attendus, et non sur des résultats directement observables. La décision d'investissement requiert donc une estimation a priori des issues possibles, ce qui rend l'environnement de décision encore plus complexe (Nilsson 2010).

3.2 Diversité des pratiques

Les approches ISR communément adoptées pour les fonds ISR distribués en France sont les suivantes (pour des définitions plus détaillées, se référer à l'introduction de la thèse) :

- Sélection ESG : analyse des pratiques environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) des émetteurs sur une batterie de critères, avec un impact sur la composition du portefeuille.
- Sélection E : analyse portant uniquement sur les pratiques environnementales des émetteurs.
- Sélection S : analyse portant uniquement sur les pratiques sociales des émetteurs.
- Sélection G : analyse portant uniquement sur les pratiques de gouvernance des émetteurs.

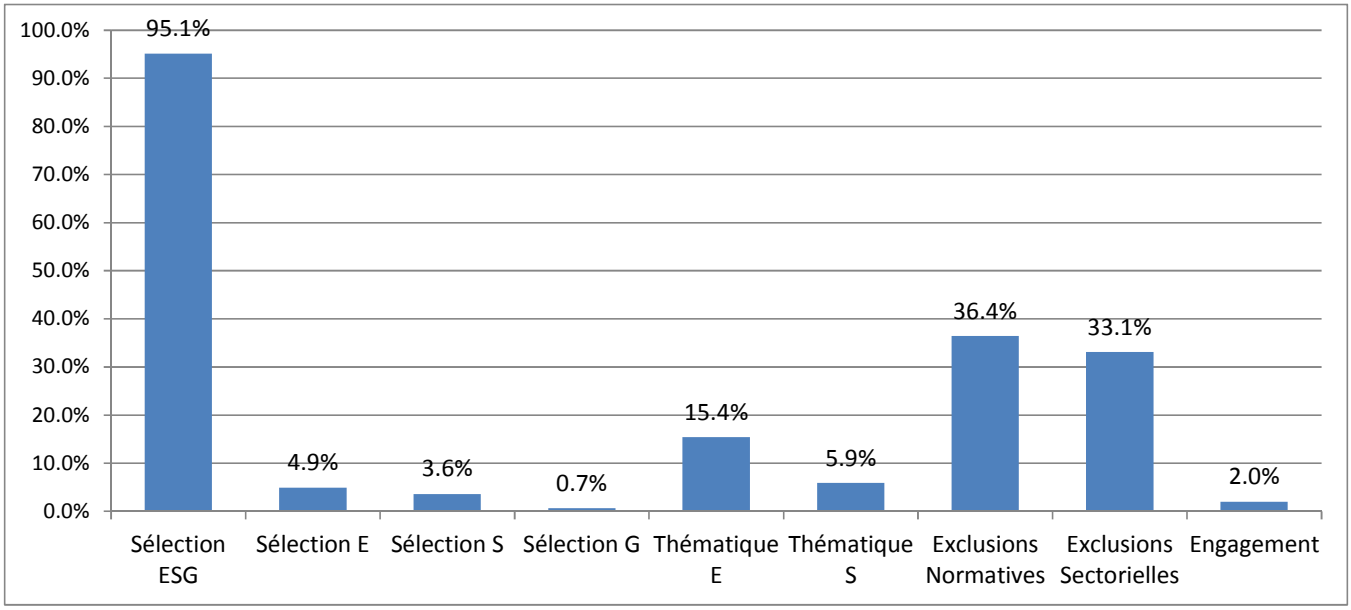
- Thématique E : sélection d'émetteurs dont l'activité ou les pratiques ont un lien avec une ou plusieurs thématiques environnementales (changement climatique par exemple).
- Thématique S : sélection d'émetteurs dont l'activité ou les pratiques ont un lien avec une ou plusieurs thématiques sociales (vieillissement de la population par exemple).
- Exclusions normatives : exclusions des émetteurs en violation de certaines normes ou conventions (Global Compact, OIT…)
- Exclusions sectorielles : exclusions des émetteurs impliqués dans certains secteurs d'activité jugés non éthiques.
- Engagement : démarche visant à pousser les émetteurs à améliorer leurs pratiques ESG, via le dialogue avec la direction, le dépôt ou le soutien de résolutions en assemblée générale, ou encore le désinvestissement avec communication publique.

Les fonds ISR combinent souvent plusieurs de ces approches, d'autant plus que les approches thématiques et d'exclusion sectorielle ne sont pas considérées suffisantes pour qualifier un fonds d'ISR, dans la mesure où elles ne portent pas sur les pratiques des entreprises mais sur leur activité.

En observant l'utilisation de ces approches pour les 305 fonds ISR distribués en France à fin juin 2010, on remarque une forte prévalence de la sélection ESG qui concerne la quasi-totalité des fonds, ainsi qu'une bonne pénétration des exclusions normatives ou sectorielles qui concernent chacune un tiers des fonds. Les approches thématiques sont également présentes, avec une préférence pour l'environnement. Le graphe 1 présente la répartition des fonds ISR par approche, en gardant en tête que plusieurs approches peuvent être combinées, ce qui explique que la somme des pourcentages dépasse 100%.

Figure 6 – Utilisation des approches extra-financières

(en nombre de fonds au 30 juin 2010 - source : Novethic)



Cela dit, en plus de cette multiplicité des approches, on recense une réelle diversité des pratiques au sein même d'une approche.

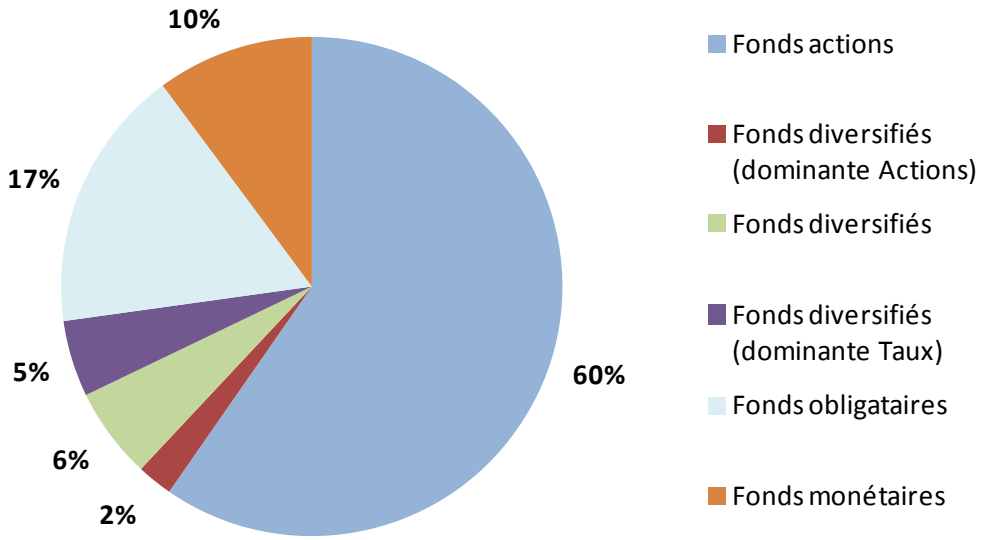
- La sélection ESG peut en effet être plus ou moins sélective selon le nombre d'entreprises éliminées, elle peut comparer les entreprises au sein de leur secteur d'activité (approche *best-in-class*, majoritaire) ou sans distinction (approche *best-in-universe*), elle peut analyser les entreprises sur différents critères ESG, elle peut mesurer leur performance ou leur progression (approche *best-effort*), elle peut surpondérer les meilleurs élèves et sous-pondérer les moins bons au lieu de les éliminer de l'univers investissable…
- Les approches d'exclusion sectorielle peuvent porter sur des secteurs d'activités jugés nuisibles (alcool, tabac), immoraux (pornographie, jeux d'argent), non éthiques (armement), voire spécifiquement des secteurs jugés nocifs d'un point de vue environnemental (OGM, pétrole, aviation), avec une mention spéciale pour le secteur nucléaire qui fait particulièrement débat. Les pratiques varient également sur la façon de mesurer l'implication d'une entreprise dans ces activités et de fixer un seuil rédhibitoire, en pourcentage du chiffre d'affaires par exemple.
- Les approches d'exclusion normative varient selon le référentiel normatif choisi, qui peut être les dix principes du Global Compact, les conventions fondamentales de l'OIT, etc., et sur la façon de juger du respect de ces principes par les entreprises.
- Les approches thématiques sont extrêmement variées : sur l'environnement par exemple, certains fonds se concentreront sur un secteur donné, comme l'eau ou les énergies renouvelables, d'autres mettront en avant la lutte contre le changement climatique et favoriseront à la fois des activités (énergies renouvelables) et des pratiques (faible consommation d'énergie, de ressources), d'autres encore auront une thématique plus large qui inclura toutes ces entreprises et pourra même s'élargir aux secteurs de la santé. Une étude Novethic mise à jour en 2009 recense 110 fonds environnementaux distribués en France, dont 54 ayant une approche ISR plus ou moins systématique. 22% de ces 110 fonds ont une thématique large couvrant l'environnement et le social, 23% sont uniquement environnementaux mais avec un vaste éventail de pratiques, 15% adoptent la thématique du changement climatique, et certains se cantonnent à des secteurs environnementaux (16%), voire spécifiquement à l'eau (14%) ou aux énergies renouvelables (9%). De façon intéressante, Novethic observe que les fonds aux thématiques les plus larges ont plus tendance à être ISR (88% des fonds thématiques E et S) que les fonds très sectoriels (10% des fonds énergies renouvelables).
- Les approches d'engagement, si elles restent très limitées pour les fonds distribués en France, sont plus présentes dans d'autres pays comme le Royaume-Uni, et représentent également un défi en termes de communication et d'explication de la part des sociétés de gestion.
- On notera également que certains fonds combinent à leurs approches ISR une approche solidaire. Au sein des fonds solidaires, on peut d'ailleurs distinguer les fonds 90/10, investissant jusqu'à 10% de leur actif dans des entreprises solidaires (insertion, habitat…), et les fonds de partage, reversant une partie de leurs

bénéfices ou de leurs frais de gestion à des associations. Il y en a respectivement 23 et 20 au sein des fonds ISR distribués en France.

Ajoutons de plus que les fonds ISR recouvrent désormais toutes les classes d'actifs, avec des processus qui varient généralement d'un type d'émetteur à l'autre, les entreprises n'étant forcément pas évaluées de la même façon que les États par exemple. Cette diversification des classes d'actifs et donc des méthodologies ISR apporte un degré de complexité additionnel. Le graphe 2 présente la répartition par classe d'actifs des 305 fonds ISR distribués en France.

Figure 7 – Répartition des fonds ISR par classe d'actifs

(au 30 juin 2010 - source : Novethic)



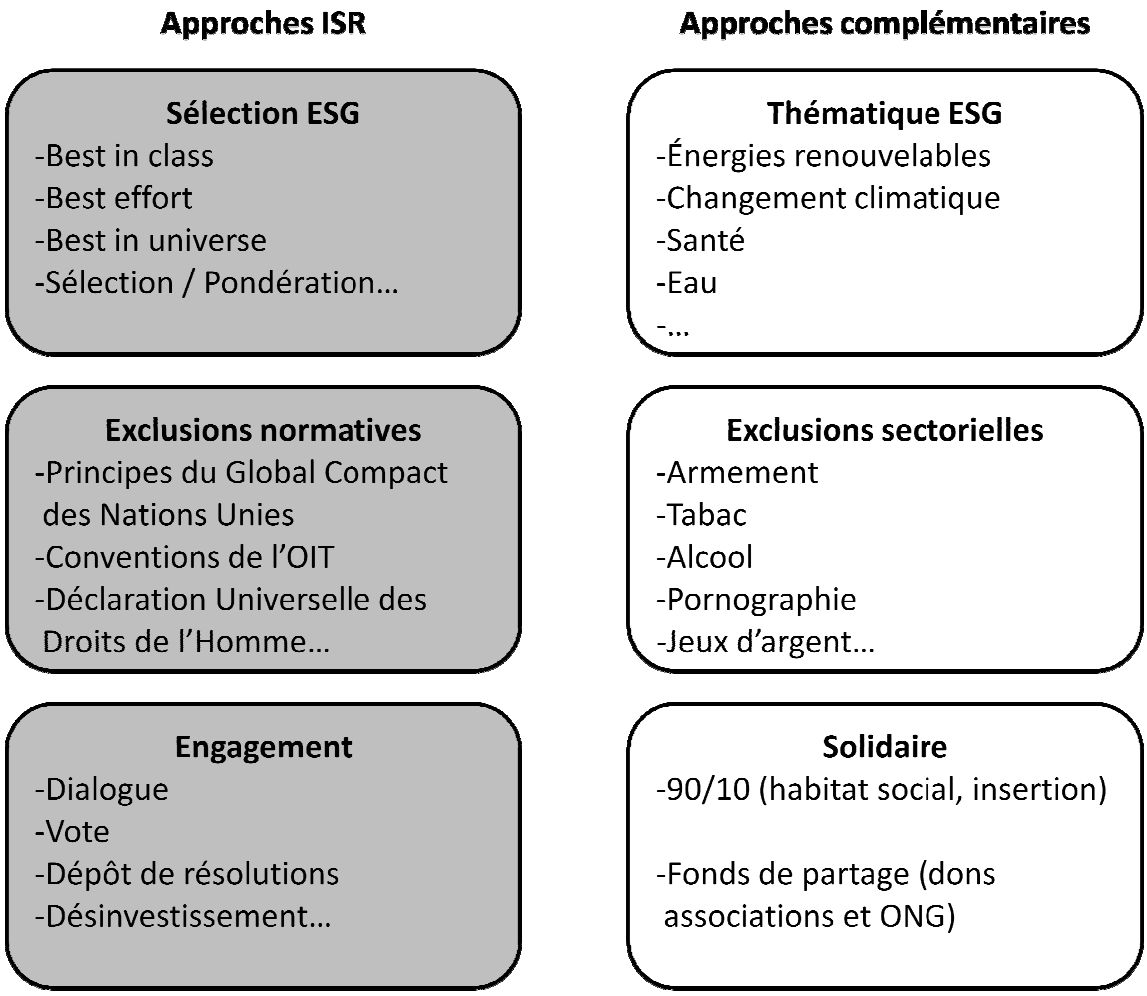
La superposition de différentes approches de sélection, d'exclusion, de pondération, d'engagement et de solidarité, combinée à la complexité inhérente à chacune de ces approches, peut être qualifiée euphémiquement de défi en termes de communication et de marketing pour les gérants et les promoteurs des fonds ISR, et de frein à l'identification, la compréhension et l'acceptation de l'ISR par les investisseurs individuels. Ces deux dimensions de complexité sont également soulignées par Nilsson (2010), qui indique également qu'elles rendent ces produits difficilement comparables entre eux du fait de caractéristiques interdépendantes.

3.3 Décalage entre offre et demande

La diversité des pratiques adoptées pour les fonds ISR est résumée dans les six approches présentées dans le graphique ci-dessous. On notera que, pour les praticiens, les trois approches présentées à gauche, à savoir la sélection ESG, l'exclusion normative et l'engagement, sont généralement considérées comme faisant partie de l'ISR stricto sensu. Elles s'appuient en effet sur une analyse des pratiques extra-financières des émetteurs. En revanche, les fonds thématiques, les fonds solidaires et les exclusions

sectorielles, approches présentées à droite du graphe, sont vues comme des approches complémentaires qui ne suffisent pas à elles seules à qualifier un fonds d'ISR. Elles sont souvent associées aux fonds ISR car elles entrent dans la famille de la finance responsable, en privilégiant des activités liées au développement durable, en excluant des activités jugées nocives pour la société, ou en finançant des organismes socialement utiles ; mais elles ne portent pas sur la responsabilité et la durabilité des émetteurs investis.

Figure 8 – Présentation des approches adoptées pour les fonds ISR



Cependant, ces approches complémentaires sont plus visibles et plus parlantes pour les investisseurs particuliers, car elles sont plus simples à expliquer et à mettre en œuvre, et que leur impact sur le fonds est directement visible (activités exclues, secteurs investis, organismes financés). Les praticiens, ainsi que les investisseurs institutionnels, privilégient quant à eux les approches ISR portant sur les pratiques des émetteurs, qui répondent pour eux à la définition de l'ISR mais sont plus complexes à mettre en œuvre et à expliquer aux particuliers, et dont l'impact sur le fonds n'est pas évident à comprendre.

L'exemple classique de ce décalage est la question typique de l'investisseur particulier : « Pourquoi mon fonds est-il investi dans Total et France Telecom ? ». Certaines ONG

militantes mettent d'ailleurs l'accent là-dessus, à l'instar des Amis de la Terre qui ont attaqué l'ISR tel qu'il se pratique actuellement en identifiant 15 entreprises jugées controversées et en constatant que la majorité des fonds ISR labellisés par Novethic étaient investis dans au moins l'une d'entre elles (Les Amis de la Terre 2010). Certes, la simplification est rapide et la liste d'entreprises controversées établie par l'ONG tout aussi subjective que les critères ISR des fonds incriminés. Mais les sociétés de gestion auront beau arguer du fait que l'approche *best-in-class* n'exclut pas de secteur comme le pétrole où que la vague de suicides de 2009 chez l'opérateur télécom n'affecte qu'un critère de notation parmi d'autres, le raccourci opéré par l'ONG est en phase avec la perception des particuliers. Les sociétés de gestion sont les premières à reconnaitre que les approches ISR sont mal expliquées et que les fonds thématiques sont plus simples à vendre.

Plusieurs sondages effectués ces dernières années permettent d'appréhender la vision et les attentes qu'ont les particuliers vis-à-vis de l'ISR. Pour commencer, ils sont environ un tiers à avoir entendu parler du sigle, alors qu'ils sont deux tiers à avoir entendu parler de fonds solidaires et la moitié à connaitre les fonds éthiques (Ifop 2007). Pire, ils ne sont que 14% à pouvoir le définir spontanément (Opinionway 2008). De plus, ils sont plus nombreux à préférer les approches thématiques à l'approche *best-in-class*, car elles leur permettraient de s'associer à une cause qui leur tienne à cœur (TNS-Sofres 2008). Les fonds *best-in-class*, très majoritaires, et qui se veulent généralement équilibrés sur les trois piliers environnemental, social et de gouvernance, et proches des fonds classiques dans leur répartition sectorielle, conviennent parfaitement aux investisseurs institutionnels mais peuvent manquer de « conviction » et de message fort pour les investisseurs individuels.

On retrouve là l'évolution historique de l'ISR en France, où l'éthique, qui a motivé la création des premiers fonds sur la base de l'exclusion d'entreprises jugées immorales (du fait de leur activité controversée ou encore de leur contribution à l'apartheid en Afrique du Sud), a été peu à peu supplantée par le développement durable, qui s'est traduit par l'analyse ESG et l'approche *best-in-class*. Sauf que la création des fonds éthiques répondait à une demande de clients, notamment religieux, alors que cette évolution vers des approches « ESG » s'est faite essentiellement du côté de l'offre ; les analystes ISR au sein des sociétés de gestion en France sont une majorité à voir un intérêt financier, axé sur la réduction du risque, à prendre en compte les enjeux ESG, et ils sont presque aussi nombreux à penser que l'ISR va se fondre dans la gestion globale, phénomène appelé *mainstreaming* (Crifo, Mottis 2010). Tant que l'intérêt, à la fois financier et moral, de ces démarches ESG n'est pas établi pour les particuliers, le décalage subsistera entre offre et demande. Notons par exemple que la situation est nettement moins dichotomique dans des pays comme l'Angleterre, où l'approche éthique d'exclusion sectorielle reste fortement implantée dans les produits dits ISR à destination des particuliers.

3.4 Spécificités et inadéquation du circuit commercial

3.4.1 Panorama de l'offre de distribution des produits ISR retail

Pour mieux comprendre l'offre à laquelle est confronté l'investisseur particulier, nous avons analysé les éléments présentés sur les sites internet des principales banques de détail en France, selon quatre critères :

- L'accessibilité : disponibilité et mise en avant des produits ISR. Sont regardés en particulier l'existence d'une rubrique ISR, la facilité à accéder aux fonds ISR, la visibilité de ces fonds comparée à celle des fonds généralistes, l'existence d'éléments pédagogiques relatifs à l'ISR.
- Le processus de gestion : diversité des approches ISR et disponibilité d'informations
- Les références à l'obtention de labels ou à des outils similaires
- La présentation des performances financières et extra-financières des produits

Les sites internet des banques suivantes ont été analysés :

- Caisse d'Épargne : www.caisse-epargne.fr
- Banque Populaire : www.banquepopulaire.fr
- BNP Paribas : www.bnpparibas.net
- Société Générale : www.societegenerale.fr
- Crédit Agricole : www.credit-agricole.fr
- LCL : www.lcl.fr
- Crédit Coopératif : www.creditcooperatif.fr
- Crédit Mutuel : www.creditmutuel.fr
- CIC : www.cic.fr
- La Banque Postale : www.labanquepostale.fr

Les résultats détaillés de ce panorama sont présentés sous forme de tableaux en annexe. On présentera ici la synthèse de ces résultats pour chacun des quatre critères analysés.

3.4.1.1 Accessibilité

Sur les dix banques analysées, seules 5 ont sur leur site internet une rubrique dédiée qui regroupe des informations liées à l'ISR et la liste des produits ISR disponibles. Pour ce qui est de la présentation générale des fonds offerts par la banque, on trouve souvent une sélection d'une dizaine de fonds mis en avant et ainsi rendus très accessibles ; l'ensemble de l'offre peut en effet contenir plusieurs dizaines, voire plus d'une centaine de fonds (par exemple 150 à la Société Générale). Le fait de mettre des fonds ISR dans cette sélection est un facteur de promotion important pour cette catégorie de produits, mais ne concerne que trois banques. Mis à part l'exception Crédit Coopératif, dont la gestion éthique et solidaire est le « fond de commerce », on trouve un fonds à la Société Générale parmi les 16 de la « supersélection », mais la palme revient à la Banque Postale qui place deux fonds ISR parmi les 5 fonds les plus mis en avant. Chez les autres

acteurs, pas d'ISR parmi « les sélectionnés », « les incontournables », « les essentiels »…

Cela dit, les fonds ISR peuvent être mis en avant d'une autre façon, en présentant un lien visible et facilement accessible, comme c'est le cas dans cinq des banques. En revanche, s'ils sont accessibles en deux clics sur les sites de quatre réseaux bancaires, il faut plus de 4 clics pour quatre autres sites.

Une fois qu'on accède à la section ISR ou à la page des fonds ISR, la pédagogie est là aussi inégale selon le site internet visité. La moitié ne présente quasiment aucun élément d'explication sur l'ISR, tandis que les autres rivalisent parfois d'imagination : aux côtés de textes ou schémas explicatifs, on peut trouver une foire aux questions, des vidéos, une retranscription de « tchat », ainsi que des liens vers d'autres sources d'information (Novethic, Finansol…)

En conclusion, si certaines banques ont fait beaucoup de progrès dans l'accessibilité de l'ISR (un panorama similaire effectué quelques mois auparavant montrait moins d'éléments pédagogiques et moins de liens directs vers l'ISR), il reste que pour chacun des critères analysés, la moitié des banques affiche des pratiques en retrait.

3.4.1.2 Approches extra-financières

Quasiment tous les fonds (43 sur les 46 fonds offerts) adoptent une approche de sélection ESG, même si celle-ci n'est pas clairement mise en avant pour tous les fonds de LCL. 10 fonds ont une approche thématique, le plus souvent environnementale, mais les thématiques sociales et de gouvernance ne sont pas absentes. 6 fonds revendiquent des approches d'exclusion éthique. Enfin, pas moins de 13 fonds sont solidaires, et 8 sont des fonds de partage, une proportion qui est très supérieure à celle qui prévaut dans l'ensemble des quelque 300 fonds ISR distribués en France toute clientèle confondue. Il faut cependant noter que sur ces 21 fonds solidaires ou de partage, 11 sont distribués par le Crédit Coopératif.

Si l'on regroupe ces statistiques par banque, quatre d'entre elles offrent une seule classe d'actifs, trois banques offrent deux classes d'actifs et les trois autres proposent l'ensemble des classes d'actifs disponibles. Seules trois banques ne proposent qu'un seul fonds, les autres offrant une diversité d'approches ISR et solidaires. Le LCL et le Crédit Coopératif proposent chacun 10 fonds ou plus.

Alors que deux banques n'ont même pas décliné le sigle ISR ou IRD dans les menus de navigation, ce qui constitue un frein pour les non initiés, 7 d'entre elles ont fourni des explications, souvent succinctes, sur les approches auxquelles elles avaient recours dans la gestion des fonds ISR. On constate que les informations pédagogiques sur l'ISR sont souvent présentées sur les sites internet des sociétés de gestion et non des banques. Cependant, le lien est rarement fait, et lorsque c'est le cas, la banque ne précise pas quelles informations on peut y trouver.

3.4.1.3 Labels

Alors que toutes les banques distribuent des fonds labellisés par Novethic, cinq d'entre elles ne le mentionnent nulle part, et elles ne sont que deux à fournir l'ensemble des

documents correspondants, à savoir le code de transparence AFG-FIR-Eurosif, des éléments de reporting extra-financiers, ainsi que la composition intégrale du portefeuille. Pour ce qui est du code de transparence, même si l'AFG l'a rendu obligatoire et que tous les fonds y ont répondu, ces réponses sont absentes des sites de 7 banques, et aucune ne précise qu'elles peuvent être trouvées sur le site internet de la société de gestion. Enfin, pour ce qui est des autres labels, seuls deux banques mettent en avant le label Finansol destiné aux produits solidaires, alors qu'elles sont six à distribuer des fonds labellisés par cet organisme.

3.4.1.4 Performances financières et extra-financières

Les performances financières des fonds sont présentées de façon classique (pour les professionnels, mais pas toujours compréhensible pour le profane) sur l'ensemble des sites des banques, que ce soit au sein d'un rapport mensuel, sur la page du fonds ou dans le tableau listant l'ensemble des fonds. En revanche, la présentation d'éléments de performance extra-financière est plus en retrait : six banques ne proposent rien à ce sujet, alors qu'elles en ont toutes à disposition sur les sites des sociétés de gestion puisque c'est une exigence du label ISR Novethic. Là encore les informations extra-financières peinent à être relayées de la société de gestion au réseau de distribution.

3.4.1.5 Bilan

Aucune banque ne devance clairement la concurrence sur l'ensemble des éléments qui permettraient de clarifier l'offre ISR pour les particuliers, même si la Banque Postale, LCL, le Crédit Coopératif et la Caisse d'Épargne se positionnent bien. Si la Banque Postale est clairement le champion de l'accessibilité des fonds, LCL et Crédit Coopératif sont ceux qui proposent le plus de variété dans les fonds, au détriment peut-être de la simplicité de l'offre, même si elles font preuve d'une certaine pédagogie, à l'instar de BNP Paribas. Sur la documentation enfin, le duo Banque Populaire – Caisse d'Épargne, dont les fonds sont gérés par leur filiale commune Natixis AM, est le seul à fournir l'intégralité des documents requis par le label ISR Novethic. CIC et le Crédit Mutuel sont eux à la traine sur tous les éléments de la promotion de leur fonds ISR, qui est pourtant bien mis en avant sur le site de leur société de gestion commune. Dans l'ensemble, les sites des sociétés de gestion présentent bien mieux l'ISR et proposent beaucoup plus d'éléments d'information à ce sujet.

3.4.2 Caractéristiques de la vente de produits financiers aux particuliers

Sur la base des entretiens avec des responsables de réseaux de distribution et d'autres acteurs de place, nous avons tenté de caractériser le processus de vente des produits financiers aux particuliers, qui passe souvent par l'assurance-vie, au sein de laquelle sont proposés des OPCVM, ainsi que par la banque privée pour les clients les plus fortunés.

La principale caractéristique du marché des produits financiers à destination des particuliers a été formulée par un responsable de l'AFG, et semble faire l'unanimité chez les représentants des réseaux de distribution : un produit financier ne s'achète pas, il se vend. Cette affirmation est reprise par Devlin (2001) : « les services financiers doivent

être vendus plutôt que d'attendre d'être achetés ». Nilsson (2010) aborde ce sujet sous l'angle du processus de décision, et note que dans le cas des produits financiers, le besoin ou problème initial n'est pas identifié par les particuliers, une étape préliminaire nécessaire pour lancer le processus de prise de décision.

Petite nuance à apporter à cette affirmation : les clients « avertis », ceux qui ont une certaine connaissance du fonctionnement des marchés financiers et de la façon dont les produits financiers sont conçus, sont ceux qui achètent ces produits. Et même si le nombre de ces clients progressent, ils restent extrêmement minoritaires, aux dires des chargés de réseaux, devant l'essentiel de la clientèle, qui a peu ou pas de compréhension des produits financiers, et à qui on vend ces produits. C'est là qu'intervient un deuxième constat sur lequel les professionnels s'accordent : les Français manquent de formation financière. Plus généralement même, Nilsson (2010) note un paradoxe dans la profusion et la rareté de l'information sur les fonds ISR : une quantité quasi-infinie d'information est disponible et nécessaire afin de faire un choix informé, mais elle est trop vaste, formulée dans une terminologie experte peu abordable par l'essentiel des investisseurs individuels, et couvre très peu certains des attributs des produits comme les processus de gestion.

À partir de là, il revient aux conseillers clientèle des agences bancaires de proposer des produits aux investisseurs individuels. La formation de ces conseillers est donc cruciale pour qu'ils puissent expliquer de façon simple et claire les caractéristiques de base des produits offerts : fonctionnement, frais, horizon d'investissement, risque, rendement espéré, garantie ou non du capital, fiscalité, etc. Et bien sûr, caractéristiques extra-financières lorsque celles-ci existent, donc dans le cas des fonds ISR notamment.

Il faut également savoir que l'offre de fonds est pléthorique : par exemple, un client de la Société Générale peut accéder à plus de 150 fonds sur le site internet de la banque ; celui de BNP Paribas n'en aura « que » 48. Dans ces conditions, il revient évidemment au réseau et au conseiller de mettre en avant un échantillon de produits représentatifs de la gamme, ce que le site internet de BNP Paribas appelle « les incontournables », ou « le cœur de l'offre » chez la Société Générale.

C'est donc sur ces deux points, la formation des conseillers clientèle et la sélection des produits mis en avant, que peuvent jouer les responsables des réseaux pour promouvoir les fonds ISR à destination des particuliers. Et c'est là que les pratiques varient considérablement d'un réseau à l'autre.

La Banque Postale a choisi de pousser fortement l'ISR, en proposant deux fonds ISR parmi les cinq à sept fonds de la gamme mise en avant, « Les essentiels ». En outre, la gamme « Investir autrement », qui rassemble les fonds ISR distribués par la banque, est présentée de façon très lisible sur son site internet avec un lien dédié dans le menu de navigation, au même titre que la gamme des « essentiels » et que la gamme complète des OPCVM. Le conseiller clientèle reçoit des documents explicatifs sur chacun des fonds de la gamme des essentiels, dont les deux fonds ISR. Il a en outre à sa disposition des outils internes de formation via l'intranet. Enfin, le site internet de la société de gestion du groupe, la Banque Postale Asset Management, propose un contenu pédagogique très fourni. Cette politique a permis à la société de gestion d'enregistrer une forte

progression de ses encours ISR (+70% en 2009, dont +26% de collecte, calculés à partir des encours et des performances des fonds).

D'autres responsables de réseaux ont une vision plus pessimiste. Pour certains, les chargés de clientèle ne sont toujours pas suffisamment formés aux concepts financiers de base ; ils commenceraient tout juste à appréhender les différents horizons temporels d'investissement et à proposer aux clients les classes d'actifs adaptées à leur horizon. Il serait donc illusoire de demander à ces conseillers d'expliquer l'ISR, s'ils sont à peine capables de présenter une partie des caractéristiques financières des produits. D'autant plus que, comme on l'a vu, l'ISR recouvre une grande variété d'approches et de pratiques, ce qui rajoute de la complexité et augmente à la fois le coût de formation pour les conseillers et le coût d'information pour les clients.

La Caisse d'Épargne avait tenté en 2008 l'expérience du programme « Bénéfices Futur », qui consistait à noter les produits financiers de la banque selon trois dimensions : climat pour la dimension environnementale, responsabilité pour la dimension sociale, et sécurité pour la dimension financière. L'idée était en outre que les conseillers proposent en premier lieu les produits ISR de la banque, avant de proposer d'autres fonds. La gamme avait été simplifiée à trois fonds actions, l'un généraliste, le deuxième axé sur la thématique environnementale, le troisième solidaire et axé sur l'emploi. L'initiative a été un échec ; de l'avis des responsables concernés, la méthodologie de notation ainsi que les processus ISR des fonds étaient intéressants mais trop compliqués à expliquer, à la fois aux conseillers clientèle et à plus forte raison aux clients. La faute encore une fois à des pratiques ISR hétérogènes et à une éducation financière des particuliers qui fait défaut.

Pour résumer le fonctionnement du marché, ce sont les produits que le réseau décide de mettre en avant, et pour lesquels il choisit de former les conseillers, qui sont principalement vendus aux clients. En l'absence de volonté stratégique de promouvoir les fonds ISR, en les incluant dans le « panier phare » et en formant les conseillers en conséquence, ce sont uniquement les rares clients avertis, à la fois sur le fonctionnement financier et sur les caractéristiques extra-financières des fonds, qui investissent en ISR. Dans ces conditions, un label peut constituer un outil en vue de faciliter la visibilité de ces produits et de favoriser l'information autour de l'ISR.

Les sondages mentionnés plus haut renforcent cette vision. La majorité des particuliers français considèrent le manque de transparence et d'information comme les principaux freins à la diffusion des fonds ISR (TNS-Sofres 2008, Ipsos-MORI 2010). Entre 72 et 80% d'entre eux ne se sont jamais vu proposer de fonds ISR, éthiques ou développement durable, alors qu'ils sont près des trois quarts à vouloir plus d'information sur l'ISR. Plus encore, ils sont 87% à voir un label ISR attribué par une institution indépendante comme une incitation à investir dans ce type de placements (Ifop 2007). Nilsson (2010) note qu'une labellisation, courante dans d'autres secteurs de produits positionnés comme socialement responsables, réduirait fortement le coût d'information du consommateur en vue de distinguer les fonds réellement ISR des autres, d'autant que cette évaluation concerne des qualités de confiance peu observables.

4 Comparaison des différents labels

En utilisant la grille conçue et présentée plus haut, on peut évaluer et comparer les différents labels étudiés selon les quatre familles de critères retenues : les critères relatifs à l'organisme labellisateur, ceux relatifs à la conception méthodologique du label, ceux relatifs aux contrôles effectués après décernement du label, et ceux relatifs à la communication effectuée autour du label. Là encore, les tableaux détaillant l'analyse de chaque label au regard de chaque critère sont disponibles en annexe, et nous présenterons ici une synthèse de ces résultats.

Il convient de rappeler que les critères listés n'ont pas tous la même importance, mais contribuent tous à l'efficacité d'un label. Il faut donc voir cette analyse comme une caractérisation des points forts et faibles de chaque initiative, mais pas comme une hiérarchisation basée sur le nombre de critères remplis. L'existence d'une mise en garde écrite lors des contrôles de conformité ne peut en aucun cas être mise au même niveau que l'expertise de l'organisme labellisateur sur l'ISR.

Il est également important de noter que les initiatives analysées ne sont pas toutes des labels à proprement parler ; elles n'ont pas non plus la même antériorité, ni le même degré d'aboutissement, certaines étant en cours de réflexion et pas encore mises en place. Cependant, il reste intéressant d'analyser leurs caractéristiques.

- Novethic : le centre de recherche ISR de cette filiale de la Caisse des Dépôts a lancé en 2009 un label ISR pour les fonds ISR ouverts à destination des particuliers.
- CIES : le Comité Intersyndical de l'Épargne Salariale, qui regroupe quatre des cinq grands syndicats français (voir annexe), a lancé en 2002 un label réservé aux gammes d'épargne salariale, qui regroupe des critères ISR et des critères relatifs aux conditions d'accès aux fonds pour les salariés.
- AFG-FIR : l'Association Française de Gestion Financière, association professionnelle des sociétés de gestion, et le Forum pour l'Investissement Responsable, pilotent depuis 2005 un code de transparence pour les fonds ISR grand public, rendu obligatoire en 2010 pour tous les adhérents de l'AFG.
- Eurosif : cette association européenne de promotion et lobbying sur l'ISR a lancé en 2004 un code de transparence, qui a été adapté en France par l'AFG et le FIR.
- Ecocert : l'organisme de certification, qui est par exemple accrédité pour la labellisation AB, est en cours de réflexion depuis 2009-2010 avec l'AFG sur une éventuelle certification ISR.
- Afnor : l'association française de normalisation a consulté en 2007 les différentes parties prenantes de la profession au sujet d'une éventuelle norme ISR, avec un accueil réservé voire hostile de certains acteurs.
- AMF : l'Autorité des Marchés Financiers, en tant que régulateur, est considéré légitime par la profession pour porter une normalisation de l'ISR, mais ne s'est pas encore emparé du sujet. Il est inclus dans cette analyse à titre purement prospectif.

4.1 Caractéristiques du labellisateur

4.1.1 Indépendance

Cinq des sept organismes présentent une indépendance suffisante vis-à-vis des sociétés dont ils labellisent les fonds. L'AFG, qui représente les sociétés de gestion, ne répond de ce fait pas à ce critère, et la présence de certaines sociétés de gestion au bureau d'Eurosif peut remettre en question l'indépendance de l'association.

4.1.2 Impartialité

Les sociétés de gestion n'ont pas soulevé de problèmes relatifs à l'impartialité des organismes labellisateurs, si ce n'est concernant le CIES qui aurait refusé des candidatures pour des raisons extérieures au règlement du label, et aurait mis en garde les sociétés labellisées à ne pas faire acte de candidature au label Novethic pour leurs fonds d'épargne salariale.

4.1.3 Efficacité et moyens

Mis à part Ecocert, Afnor et l'AMF, qui disposent soit de moyens publics soit d'un revenu lié à la labellisation, les moyens à disposition des autres organismes peuvent poser question. C'est d'ailleurs un des problèmes souvent soulevés par les sociétés de gestion lors des entretiens effectués.

4.1.4 Compétence et expertise

Novethic, l'AFG et Eurosif sont suffisamment reconnus par la profession sur l'ISR. En revanche, l'expertise du CIES sur ces questions, à l'exception de certaines problématiques sociales, ne fait pas l'unanimité. Ecocert, Afnor et AMF n'ont pas encore cette compétence, mais pourraient la développer en temps voulu. Il convient cependant de noter que, contrairement aux autres critères qui sont innés (comme l'indépendance) ou facilement mis en place (comme l'agrément public), l'expertise sur ce sujet est un travail de longue haleine et donc un critère relativement important et discriminant.

4.1.5 Agrément public

Les initiatives les plus avancées (Novethic, CIES, AFG-FIR, Eurosif) sont celles qui ne bénéficient pas d'agrément public. Cela explique peut-être leur multiplication, et le fait que des organismes disposant de cet agrément, comme Ecocert et Afnor, voient un intérêt à se lancer dans une telle démarche.

4.1.6 Bilan

Aucun organisme ne répond à l'ensemble de ces critères. L'indépendance ne peut pas s'acquérir et est donc éliminatoire pour l'AFG. L'expertise, qui s'acquiert sur un travail de longue haleine, tend à discriminer Ecocert, Afnor et l'AMF, qui remplissent par ailleurs les quatre autres critères. Novethic remplit le même nombre de critères mais se distingue par cette expertise qu'il possède ; l'organisme manque cependant d'agrément public. AFG-FIR et Eurosif remplissent entièrement deux critères et partiellement deux, alors que le CIES en remplit respectivement un et trois.

4.2 Conception du label

Pour l'ensemble de cette partie, on s'intéressera principalement aux initiatives de Novethic, du CIES, de l'AFG-FIR et d'Eurosif, les trois autres acteurs (Ecocert, Afnor, AMF) étant au mieux au stade de réflexion et n'ayant pas encore conçu de label.

4.2.1 Existence d'un document technique

Les quatre organismes considérés publient un document technique : règlement, cahier des charges ou questionnaire.

4.2.2 Formulation non équivoque des standards

Sur ce point, seul le CIES est mis en cause puisque son cahier des charges est peu explicite sur les exigences ISR et que, d'après les membres du comité, les délibérations autour de l'attribution du label débouchent sur une moyenne des opinions de chaque membre à ce sujet.

4.2.3 Exigences au-delà de la réglementation / rigueur des critères E et S

Sur ce point, seul le label Novethic présente clairement des exigences rigoureuses. Les critères du CIES ne sont pas suffisamment explicites pour en déterminer la portée, et AFG-FIR et Eurosif présentent uniquement des exigences de transparence.

4.2.4 Instances consultatives associant professionnels et consommateurs

Les quatre initiatives existantes ne sont pas exemplaires à ce sujet. Si aucune initiative en ce sens n'a été observée chez le CIES, l'AFG et Eurosif se sont appuyés sur leurs membres pour concevoir le code de transparence. Novethic s'en sort mieux puisqu'il a consulté une quinzaine de sociétés de gestion actives sur l'ISR et a mis en place un comité d'experts regroupant des instances de place et un représentant d'une association de consommateurs. Les contacts ont cependant été plus compliqués avec le CIES et l'AFG, qui estiment avoir été pris de court par Novethic ; mais les discussions sont aujourd'hui en bonne voie pour impliquer l'AFG dans les travaux méthodologiques du label Novethic.

Il convient de signaler que, même si Afnor n'a pas encore formellement conçu de label ISR, son mode de fonctionnement inclut la consultation de l'ensemble des parties prenantes ; cela s'est vérifié lorsque l'association a mené une première vague de consultations en 2008.

4.2.5 Bilan

Novethic est le seul organisme à remplir l'essentiel des critères lié à la conception du label, et poursuit en ce sens en créant, en plus de son comité d'experts indépendants, un comité technique regroupant des professionnels en vue de discuter de certains aspects méthodologiques qui ont fait débat lors des deux premières éditions du label. AFG-FIR et Eurosif remplissent deux critères et sont moins convaincants sur les deux autres, alors que le CIES n'en remplit qu'un totalement et un partiellement.

4.3 Contrôle et sanctions

Pour l'ensemble de cette partie à l'exception du premier point, seuls les labels Novethic et CIES sont considérés. En effet, l'AFG et le FIR ne prévoient pas de contrôle des réponses au code de transparence, et Ecocert, Afnor et l'AMF n'ont pas lancé d'initiative pour en assurer le contrôle.

4.3.1 Contrôle par tierce partie / Existence d'un audit indépendant

Pour Novethic, le CIES, Afnor et Ecocert, la conformité aux exigences du label est vérifiée par l'organisme labellisateur, ce qui ne pose pas de problème vu qu'ils sont indépendants. Eurosif, qui présente potentiellement un déficit sur cette indépendance, a trouvé une solution au problème et travaille à mettre en place un processus d'audit : un organisme accréditeur sera choisi et accréditera des organismes certificateurs, qui vérifieront les réponses au code de transparence. Cependant, ce n'est pas la véracité mais simplement la présence des réponses qui sera vérifiée.

4.3.2 Audit périodique et impromptu

Les deux labels Novethic et CIES remplissent ce critère : Novethic assure une vérification semestrielle systématique et peut vérifier la présence des documents requis de manière impromptue, alors que le CIES s'est doté d'un comité de suivi pour chaque gamme labellisée.

4.3.3 Règles d'interprétation claires

Si Novethic s'appuie sur son règlement qui est explicite sur les exigences à remplir, il n'y a pas de visibilité sur les contrôles effectués par le CIES, d'autant que les exigences initiales relatives à l'ISR ne sont pas limpides.

4.3.4 Règles de sanctions

Le règlement du label Novethic prévoit comme sanction le retrait du label en cas de non mise en conformité sous un mois. Le règlement du label CIES n'est pas clair à ce sujet.

4.3.5 Mise en garde écrite

Novethic envoie un courrier électronique à la société de gestion avec les corrections attendues. Le CIES semble s'appuyer sur les rencontres lors des comités de suivi.

4.3.6 Retrait du label

Ce retrait est possible pour les deux labels Novethic et CIES.

4.3.7 Bilan

L'AFG n'effectue pas de contrôle, et il est encore trop tôt pour savoir à quoi ressemblera le processus de vérification d'Ecocert, Afnor et l'AMF. Eurosif est en train de développer un processus très structuré, mais reste cantonné à la vérification de la présence des informations et non du contenu. Enfin, sur les initiatives les plus avancées, Novethic est

explicite dans son règlement sur les modalités d'audit et de sanctions, alors que le CIES, qui s'appuie sur les comités de suivi, ne détaille pas ces modalités.

4.4 Communication

4.4.1 Signe informatif apposé sur le produit

À l'exception de l'AFG et du FIR, tous les organismes prévoient un logo qui permet de distinguer les produits labellisés.

4.4.2 Transparence

Novethic, AFG-FIR et Eurosif présentent de façon détaillée le règlement de leurs initiatives, ainsi que la liste des produits répondant aux exigences. Le CIES liste également les gammes labellisées, mais le cahier des charges qu'il publie sur son site internet n'est pas toujours explicite sur les critères adoptés, ni plus généralement sur le mode de fonctionnement du processus de labellisation. Il est trop tôt pour évaluer les pratiques des autres organismes à ce stade.

4.4.3 Bilan

La communication des organismes labellisateurs est bonne dans l'ensemble, à l'exception du CIES qui pourrait être plus clair sur le mode de fonctionnement de son label. De l'aveu de ses membres, son site internet gagnerait à être mieux conçu.

4.5 Bilan global et effet des labels

L'analyse des différentes initiatives de labellisation au regard de cette grille montre qu'il n'y a pas un seul label réunissant toutes les conditions de succès. Si le label ISR Novethic apparait comme le plus complet, l'organisme souffre du manque de notoriété grand public et d'agrément public pour s'imposer comme la seule référence ; les moyens humains et l'expertise financière de Novethic peuvent également faire débat. Le CIES peut mettre en avant l'efficacité des comités de suivi mis en place dans le cadre des gammes labellisées, mais pèche fortement sur la transparence et la clarté de sa méthodologie. L'AFG se contente quant à elle d'une exigence de transparence car elle n'a pas l'indépendance requise pour piloter un label crédible aux yeux du grand public, puisqu'elle représente les sociétés de gestion. Eurosif tente d'aller plus loin mais reste dans une démarche appelant à la transparence et ne constituant pas un véritable label, même si l'organisme aurait plus de légitimité à aller dans ce sens que l'AFG du fait de sa relative indépendance ; il souffre cependant lui aussi d'un manque de notoriété vis-à-vis du public. Ecocert, Afnor et l'AMF ont l'agrément public que les autres organismes n'ont pas. Ce point leur accorde un statut plus solide pour piloter un label qui aurait vocation à s'imposer de façon crédible. Cependant, ils manquent tous de l'expertise ISR qu'ont développée les autres organismes, et il reste à voir quelle démarche ils adopteraient pour concevoir un label ISR ; leurs initiatives sont encore embryonnaires à ce stade.

Concernant l'effet que ces labels ont déjà eu sur le marché, il est difficilement mesurable en termes de souscriptions par les investisseurs particuliers, d'une part car la plupart de

ces initiatives sont trop récentes voire pas encore lancées, et d'autre part car il n'est pas évident d'attribuer une éventuelle collecte à un effet label, en l'absence d'un échantillon de contrôle non labellisé suffisamment comparable, mais également car cette collecte dépend largement des distributeurs et de la mise en avant des produits, bien plus que de la présence ou non d'un label, même si celle-ci peut contribuer à cette mise en avant.

On peut cependant noter les progrès très significatifs consécutifs au label ISR Novethic dans le domaine de la transparence ; citons à cet égard le fait que les 142 fonds labellisés en 2010 publient leur inventaire détaillé, alors qu'ils étaient moins d'une dizaine avant le lancement du label. On peut également souligner l'effet de la refonte du code de transparence AFG-FIR, clarifié et rendu obligatoire, sur le taux de réponse, et il convient de surveiller l'effet qu'aura la certification des réponses au code de transparence Eurosif.

5 Conclusion

5.1 Apports

Ce chapitre part du constat que le marché des produits ISR à destination des investisseurs individuels peine à se développer. Pour les sociétés de gestion qui conçoivent ces produits et les réseaux qui les distribuent, cette situation découle de la difficulté pour ces investisseurs à s'informer et à comprendre ces produits. En vue d'étayer cette affirmation, nous étudions la diversité des fonds ISR, ainsi que les caractéristiques de leur distribution. Indépendamment de leurs caractéristiques ISR, les produits financiers sont complexes, que ce soit en termes d'actifs investis, de risque, ou encore de structure de frais. À cela s'ajoute une très forte diversité des pratiques ISR : sélection ESG (environnementale, sociale et de gouvernance), fonds thématiques, exclusions normatives, exclusions sectorielles, engagement actionnarial ; ces pratiques peuvent elles-mêmes être mises en place de façon très diverses, et il n'est pas rare d'avoir un processus différent pour chaque fonds ISR, même au sein d'une même entité. Cela nous mène à la distribution de ces produits : celle-ci se fait généralement via les réseaux bancaires et d'assurance, qui ne sont pas les concepteurs de ces produits et ne sont pas suffisamment formés pour les vendre. En outre, une analyse des sites internet des principales banques offrant ces produits montre qu'en règle générale ils sont assez difficiles d'accès, très hétérogènes, et assez mal expliqués. Alors que ces produits sont complexes, l'information est rarement relayée du site de la société de gestion, qu'un client particulier ne connaît pas, à celui de la banque, qui est consulté par les clients.

Après avoir établi cette complexité du marché, qui justifie l'apparition d'initiatives de labellisation observée ces dernières années, le deuxième apport de ce chapitre est d'établir une grille de critères qu'un label doit remplir pour être efficace, sur la base des travaux relatifs à d'autres secteurs ainsi que des entretiens effectués avec les acteurs de la profession. Ainsi, un tel label doit être porté par un organisme crédible, c'est-à-dire vérifiant des conditions d'indépendance, d'impartialité, d'expertise, de moyens et d'agrément public ; ses règles de labellisation doivent être claires et non équivoques, suffisamment strictes d'un point de vue environnemental et social, et avoir fait l'objet de consultations réunissant l'ensemble des parties prenantes pour favoriser son adoption ;

un contrôle indépendant, périodique et potentiellement impromptu, et conduit avec des règles d'interprétation claires, doit permettre de sanctionner formellement et éventuellement de retirer le label aux produits qui ne sont plus conformes ; enfin, le label doit être facilement identifiable par un signe distinctif apposé sur le produit, et doit fournir tous les éléments explicatifs dont pourrait avoir besoin le consommateur, notamment sur sa méthodologie et ses règles d'attribution.

L'analyse des différentes initiatives de labellisation au regard de cette grille montre qu'il n'y a pas un seul label réunissant toutes les conditions de succès. Si le label ISR Novethic apparait comme le plus complet, l'organisme souffre du manque de notoriété grand public et d'agrément public pour s'imposer comme la seule référence ; les moyens humains et l'expertise financière de Novethic peuvent également faire débat. Le CIES peut mettre en avant l'efficacité des comités de suivi mis en place dans le cadre des gammes labellisées, mais pèche fortement sur la transparence et la clarté de sa méthodologie. L'AFG se contente quant à elle d'une exigence de transparence car elle n'a pas l'indépendance requise pour piloter un label crédible aux yeux du grand public, puisqu'elle représente les sociétés de gestion. Eurosif tente d'aller plus loin mais reste dans une démarche appelant à la transparence et ne constituant pas un véritable label, même si l'organisme aurait plus de légitimité à aller dans ce sens que l'AFG du fait de sa relative indépendance ; il souffre cependant lui aussi d'un manque de notoriété vis-à-vis du public. Ecocert, Afnor et l'AMF ont l'agrément public que les autres organismes n'ont pas. Ce point leur accorde un statut plus solide pour piloter un label qui aurait vocation à s'imposer de façon crédible. Cependant, ils manquent tous de l'expertise ISR qu'ont développée les autres organismes, et il reste à voir quelle démarche ils adopteraient pour concevoir un label ISR ; leurs initiatives sont encore embryonnaires à ce stade.

En théorie, une solution serait de faire converger ces acteurs et ces initiatives, en vue d'aboutir à un label qui remplirait toutes les conditions énoncées dans la grille d'analyse. On pourrait ainsi envisager une collaboration entre acteurs pilotée par Afnor, en vue d'affiner la critériologie du label ISR Novethic, la plus aboutie d'après l'analyse effectuée, et d'en faire une norme ; cette base permettrait ensuite d'accréditer des organismes labellisateurs, dont les moyens de fonctionnement seraient assurés par les frais de labellisation en vue d'assurer leur indépendance. Ces frais seraient rendus possibles par la mise en place d'avantages fiscaux liés aux produits ISR labellisés, puisque le label s'appuierait sur une norme publique. Les distributeurs de produits ISR pensent en effet que de telles mesures fiscales permettraient d'accélérer le développement du marché.

Concernant cette convergence, on peut déjà articuler certaines de ces initiatives selon un modèle de « poupées russes » : AFG-FIR et Eurosif se focalisent aujourd'hui sur la transparence ; Novethic a des critères de transparence et des critères de processus ISR ; et le CIES a des critères liés à l'ISR et des critères sortant de ce cadre et liés aux conditions d'accès et de représentation des salariés au sein des gammes d'épargne salariale. Dans le cadre du critère lié à la transparence du processus ISR, Novethic demande déjà aux candidats de répondre au code de transparence AFG-FIR ou celui d'Eurosif ; de la même façon que Novethic s'appuie sur cet outil, on peut imaginer que le CIES délègue la vérification des critères ISR à Novethic et se concentre sur la partie liée aux intérêts des salariés. On aurait ainsi un modèle où le code de transparence serait

une condition nécessaire pour obtenir le label ISR Novethic (ce qui est déjà le cas), et le label ISR Novethic serait une condition nécessaire pour obtenir le label CIES ; une répartition des rôles qui concentrerait chaque organisme sur son réel champ d'expertise et permettrait une collaboration plutôt qu'une concurrence entre eux.

5.2 Limites

La complexité du marché justifie l'utilisation de labels, mais il est encore trop tôt pour voir si les labels existants améliorent effectivement le marché. Ces initiatives sont en effet récentes ; mais surtout, elles sont tributaires de l'utilisation qui en est faite par les réseaux de distribution, une utilisation encore timide d'après l'enquête effectuée sur les sites internet des principales banques françaises, contrairement à la forte mise en avant qu'on observe sur les sites internet des sociétés de gestion. Novethic a tenté de mesurer la collecte entre septembre 2009, date du lancement de la première édition du label, et août 2010, des fonds labellisés et des fonds ISR non labellisés ; les différences n'étaient pas notables, même si la collecte moyenne était légèrement supérieure sur la classe d'actifs actions pour les fonds labellisés (+5,2% contre +3,3%).

La problématique de la distinction entre producteurs et distributeurs est la même pour le CIES : tout comme Novethic a des exigences de transparence et d'accessibilité de l'information pour les particuliers, le CIES a des exigences concernant l'existence d'une gamme complète couvrant différentes classes d'actifs avec des frais de réallocation réduits entre les produits de la gamme ; mais tout comme Novethic ne peut pas imposer que les documents soient accessibles sur le site des réseaux mais seulement sur le site des sociétés de gestion, le CIES ne peut pas obliger les entreprises à adopter l'ensemble de la gamme proposée par les sociétés de gestion. En pratique, les entreprises font souvent un panachage de fonds de différentes sociétés de gestion, et il est rare qu'une gamme entière d'épargne salariale se retrouve offerte aux salariés d'une entreprise.

Ainsi, s'ils se sont imposés auprès des sociétés de gestion, ces labels peinent à percer en direction des particuliers, et ne remplissent donc pas encore leur rôle de développement du marché. De plus, à l'heure où l'ISR est contesté par certaines ONG comme les Amis de la Terre, qui mettent en avant la présence d'entreprises controversées dans les portefeuilles des fonds ISR labellisés, la valeur ajoutée de l'ISR reste encore à démontrer. Et si le caractère moins direct d'une éventuelle valeur ajoutée d'un label ISR par rapport à un label Agriculture Biologique (pour lequel l'impact environnemental est plus perceptible par le consommateur) peut justifier la nécessité d'incitations fiscales pour développer la commercialisation de ces produits, ce scénario est peu réaliste. La possibilité de mettre en place des avantages fiscaux, évoquée lors des discussions autour du Grenelle de l'environnement, n'est plus à l'ordre du jour à un moment où la tendance est à la rigueur budgétaire et la suppression de telles mesures, surtout en l'absence de lobbying concret à cet effet.

Une autre limite de cette étude est qu'elle se base sur le point de vue des professionnels de l'ISR ; les motivations des investisseurs individuels et la perception qu'ils ont de l'ISR ont fait l'objet de rares sondages mais les données manquent à ce sujet. Elles intéressent les sociétés de gestion, mais ce sont les réseaux qui peuvent les recueillir, et ces derniers tardent à s'emparer du sujet.

5.3 Pistes

Les limites de ce chapitre soulèvent plusieurs pistes de recherche. Il serait intéressant d'étudier la position des investisseurs individuels vis-à-vis de l'ISR ; cela permettrait de confirmer ou non l'idée que la complexité de l'offre les dissuade d'investir dans les fonds ISR, et ainsi d'adapter les outils tels que les labels existants pour permettre une meilleure diffusion de ces produits. Les quelques sondages effectués depuis 2007 ont mis en avant le manque de transparence comme un frein et l'existence d'un label ISR comme un moteur à l'investissement des particuliers dans l'ISR ; il faudrait voir si, maintenant que les organismes labellisateurs se sont attaqués à ces problèmes, ces investisseurs seront plus enclins à souscrire des fonds ISR. Quelques travaux récents se sont attelés à mieux connaitre les investisseurs particuliers. En économie du comportement, Heimann et al. (2011) s'intéressent à la confiance des particuliers dans les fonds ISR. Partant du principe que les fonds ISR sont porteurs de valeurs morales, ils constatent qu'il ne suffit pas qu'un fonds se dise responsable ou éthique pour gagner la confiance de l'investisseur ; celle-ci augmente avec l'adéquation entre les valeurs du fonds et celles de l'investisseur, et cet effet peut même contrebalancer celui d'une performance financière moindre qui réduit la confiance. Nilsson (2010) s'intéresse aux caractéristiques des individus, passés du statut d'épargnant à celui d'investisseur, dans leurs décisions relatives au choix des fonds ISR, ainsi qu'aux défis qu'ils rencontrent. Outre les éléments de complexité décrits dans ce chapitre, il constate notamment que l'importance relative des critères financiers et extra-financiers dépend de la connaissance et de l'implication personnelles d'un individu, et que la satisfaction post-investissement dépend bien plus du rendement financier que des résultats sociétaux au demeurant difficilement mesurables, même si les deux facteurs sont importants avant l'investissement.

Cela introduit une autre piste de travail : si des labels peuvent renforcer la crédibilité de l'ISR, la valeur ajoutée environnementale et sociale de ce concept gagnerait à être analysée. Beaucoup d'articles se sont consacrés au lien entre ISR et performance financière des fonds, mais la question de la performance sociétale, qui intéresse les particuliers puisqu'ils la valorisent pour les produits biologiques et équitables, reste peu étudiée.

Enfin, la multiplication des labels ISR peut suggérer que ceux-ci ont un rôle autre que l'amélioration de l'efficacité du marché. Aujourd'hui en France, le label ISR Novethic et le code de transparence de l'AFG et du FIR sont largement adoptés par les sociétés de gestion ; de l'aveu de ces dernières, ces deux outils contribuent fortement à améliorer la transparence dans le secteur et la rigueur des processus ISR. Le label CIES est lui aussi très présent sur l'épargne salariale. Il faut noter que ces trois outils sont vécus, à raison ou à tort, comme une obligation par les sociétés de gestion : le code de transparence de l'AFG a effectivement été rendu obligatoire pour les adhérents de l'association, mais les labels Novethic et CIES semblent plus répondre à une nécessité de ne pas se priver d'un marché. Les organismes labellisateurs ont ainsi en main un véritable outil stratégique, et leurs motivations mériteraient d'être étudiées.

Bibliographie

- Afnor (2011). Lexique des termes relatifs à la normalisation. http://www.afnor.org/lexique/
- Akerlof, G. (1970). The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics* 84 (3): 488–500.
- Alexander, G., J. Jones, P. Nigro (1998). Mutual fund shareholders: Characteristics, investor knowledge, and sources of information. *Financial Services Review* 7: 301–316.
- Alfnes, F., K. Rickertsen (2011). Nonmarket valuation: experimental methods. In J. L. Lusk, J. Roosen and J. F. Shogren (eds), *The Oxford Handbook of the Economics of Food Consumption and Policy*. Oxford: Oxford University Press.
- Binswanger, H. P. (1980). Attitudes toward risk: Experimental measurement in rural India. *American Journal of Agricultural Economics* 62: 395–407.
- Bonroy, O., C. Constantatos (2004). Biens de confiance et concurrence en prix - Quand aucun producteur ne souhaite l'introduction d'un label. *Revue économique, Presses de Sciences-Po* 55 (3): 527-532.
- Bougherara, D., P. Combris (2009). Eco-labelled food products: what are consumers paying for? *European Review of Agricultural Economics* , 1-21.
- Capon, N., G. Fitzsimons, R. Prince (1996). An individual level analysis of the mutual fund investment decision. *Journal of Financial Services Research* 10: 59–82.
- Carlin, B. (2009). Strategic Price Complexity in Retail Financial Markets. *Journal of Financial Economics* 91: 278-287.
- Coestier B. (1998). Asymétrie de l'information, réputation et certification. *Annales d'Économie et de Statistique* 51: 49-78.
- Crifo, P., N. Mottis (2010). SRI Analysis and Asset Management: Independent or Convergent? In Crifo, P., J.-P. Ponssard, *Corporate social responsibility: from compliance to opportunity?.* Éditions de l'École Polytechnique, Palaiseau.
- De Pelsmacker, P., L. Driesen, G. Rayp (2005). Do Consumers Care about Ethics? Willingness to Pay for Fair-Trade Coffee. *Journal of Consumer Affairs* 39: 363–385.
- Devlin, F. (2001). Consumer evaluation and competitive advantage in retail financial services. *European Journal of Marketing* 35 (5/6): 639-660.
- Fleckinger, P., M. Glachant (2009). La Responsabilité Sociale de l'Entreprise et les accords volontaires sont-ils complémentaires ?. *Économie et Prévision* 190-191: 95-105.
- Giraud-Héraud, E., R. Hoffmann (2010). Corporate Social Responsibility as a Strategy for Safe and Healthy Food. In Crifo, P., J.-P. Ponssard, *Corporate social responsibility: from compliance to opportunity?.* Éditions de l'École Polytechnique, Palaiseau.

- Gulbrandsen, L.H. (2005). Sustainable Forestry in Sweden: The Effect of Competition Among Private Certification Schemes. *The Journal of Environment and Development* 14 (3): 338-355.
- Heimann, M., S. Pouget, E. Mullet, J.-F. Bonnefon (2011). The Experimental Approach to Trust in Socially Responsible Investment Funds. In W. Sun, C. Louche, R. Pérez (ed.) *Finance and Sustainability: Towards a New Paradigm? A Post-Crisis Agenda (Critical Studies on Corporate Responsibility, Governance and Sustainability, Volume 2)*, Emerald Group Publishing Limited: 169-183
- Heimann, M., S. Pouget, E. Mullet, J.-F. Bonnefon (2011). Similarity in Values and the Perceived Trustworthiness Of Investment Funds. Retrieved from http://www.sirp.se/getfile.ashx?cid=280784&cc=3&refid=47
- Les Amis de la Terre (2010). Investissement socialement responsable : l'heure du tri.
- Lofgren, K.-G., T. Persson, J.W. Weibull (2002). Markets with Asymmetric Information: The Contributions of George Akerlof, Michael Spence and Joseph Stiglitz. *Scandinavian Journal of Economics* 104(2): 195-211.
- Lusk, J. L., J. F. Shogren (2007). Experimental Auctions. Methods and Applications in Economic and Marketing Research. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Nilsson, J. (2010). Consumer decision making in a complex environment: Examining the decision making process of socially responsible mutual fund investors. [Thesis]. Umeå: Umeå School of Business, Umeå University. Studier i företagsekonomi. Serie B, 73.
- Novethic (2010). Les chiffres 2009 du marché français de l'ISR.
- Perrot, A., L. Linnemer (2000). Une analyse économique des "signes de qualité". Labels et certification des produits. *Revue Économique, Programme National Persée* 51(6): 1397-1418.
- Poret S. (2010). Mainstreaming Fair Trade: A Discussion Through the Lipton Tea Case. In Crifo, P., J.-P. Ponssard, *Corporate social responsibility: from compliance to opportunity?.* Éditions de l'École Polytechnique, Palaiseau.
- Salladarré, F., P. Guillotreau, Y. Perraudeau, M.-C. Monfort (2010). The Demand for Seafood Eco-Labels in France. *Journal of Agricultural & Food Industrial Organization* 8 (1): article 10.
- Smith, V. L. (1982). Microeconomic systems as an experimental science. *American Economic Review* 72: 923–955.
- Tagbata, D., L. Sirieix (2008). Measuring consumer's willingness to pay for organic and Fair Trade products. *International Journal of Consumer Studies* 32(5): 479-490.
- Van Amstel, M., P. Driessen, P. Glasbergen (2008). Eco-labeling and information asymmetry: a comparison of five eco-labels in the Netherlands. *Journal of Cleaner Production* 16 (3): 263-276
- Yue, C., F. Alfnes, H. H. Jensen (2009). Discounting spotted apples: investigating consumers' willingness to accept cosmetic damage in an organic product. *Journal of Agricultural and Applied Economics* 41 (1): 29–46.

Sondages :

- Ifop (2007). Les actionnaires et l'ISR. *Investir Magazine numéro de juillet-août 2007*. Réalisé par Ifop du 4 au 9 mai 2007 : http://www.ifop.com/media/poll/ISR_InvestirMagazinejuin2007.pdf
- TNS-Sofres (2008). Assurance vie et ISR : plus de 1 client sur 2 prêt à investir une partie de ses investissements en ISR. *BNP Paribas Assurance, communiqué de presse du 17 avril 2008*. Réalisé par TNS-Sofres du 30 novembre au 8 décembre 2007 : http://www.bnpparibas.com/fr/actualites/communiques-presse.asp?Code=NMES-7DSGWQ
- Opinionway (2008). Les Français et les outils financiers responsables : notoriété, perception et intérêt. *Paris Europlace*. Réalisé par Opinionway du 12 au 13 novembre 2008 : http://www.opinion-way.com/pdf/paris_europlace_-_vf.pdf
- Ipsos (2010). Épargne : les prévisions des Français pour 2010. *Direct Assurance*. Réalisé par Ipsos du 22 au 23 janvier 2010 : http://www.ipsos.fr/ipsos-public-affairs/actualites/francais-assez-pessimistes-quant-l%E2%80%99evolution-situation-economique-et
- EIRIS (2010). Socially Responsible Investment: are the French public interested? *EIRIS, communiqué de presse du 5 octobre 2010*. Réalisé par Ipsos MORI du 17 au 19 septembre 2010 : http://www.eiris.org/files/press%20releases/FrenchConsumerSurvey(English)2010.pdf

Annexe 1 : Les labels en détail

Novethic

Novethic a été créé en 2001 au sein du groupe Caisse des Dépôts. L'objectif de cette filiale, financée principalement par la Caisse des Dépôts au nom de sa mission d'intérêt général, est la promotion de l'Investissement Socialement Responsable et de la Responsabilité Sociétale des Entreprises (ISR et RSE). L'organisme est réparti en trois pôles principaux : média, communication et recherche. C'est ce dernier qui nous intéresse. En effet, le pôle média porte principalement sur la RSE et plus marginalement sur l'ISR ; le pôle communication, outre un colloque annuel à destination des investisseurs institutionnels, qui sera présenté plus loin, vient généralement en support pour promouvoir les études publiées par le centre de recherche. Ce dernier a plusieurs missions, déjà présentées dans le détail précédemment : production d'études statistiques ; productions d'études et d'analyses qualitatives sur les grandes tendances du marché et de l'offre ; suivi des produits distribués sur le marché, présentation de ces produits à destination du public, et labellisation ISR ; et enfin une mission de soutien à la Caisse des Dépôts dans ses réflexions autour de l'investissement responsable.

Sur la mission qui nous intéresse, à savoir la promotion de l'ISR, on peut identifier plusieurs objectifs concrets permettant de déterminer les axes de travail de Novethic.

Du côté de l'offre, Novethic vise le développement et le renforcement des pratiques ISR des sociétés de gestion, ainsi que de l'offre disponible. Cela passe donc par une mesure de cette offre, via le recensement des fonds ISR et l'enquête annuelle du marché ISR français, ainsi que par l'analyse de cette offre, via les fiches internet publiées pour chaque fonds ainsi que la labellisation (le rating avant 2009), et enfin par la mise à disposition d'études qualitatives et d'enquêtes sur des sujets intéressant les sociétés de gestion : le développement de l'ISR sur de nouvelles classes d'actifs (obligataire, monétaire, capital investissement…), l'essor de nouvelles approches (intégration ESG, fonds environnementaux…), ou encore les attentes des investisseurs en matière d'ISR (épargne salariale, investisseurs institutionnels). La publication d'informations sur les fonds ainsi que les processus de rating et de labellisation constituent une sorte de contrôle des pratiques des sociétés de gestion et les encourage de ce fait à se comparer les unes aux autres et à améliorer ces pratiques.

Du côté de la demande, Novethic a pour objectif supposé le développement des encours ISR, ainsi qu'éventuellement celui du nombre d'épargnants investissant dans ce type de véhicule, ce qui passe par un objectif intermédiaire de meilleure connaissance de l'ISR par les investisseurs. Outre le label ISR, présenté en détail dans la section suivante, qui est censé représenter un outil de clarification à la fois par sa présence et par les documents qu'il oblige les sociétés de gestion à publier, la réalisation de ces objectifs passe par plusieurs axes de travail : les fiches informatives sur les fonds ISR distribués en France, ainsi que d'autres ressources pédagogiques sur l'ISR, en libre accès sur le site internet de Novethic ; le rating des fonds entre 2002 et 2009 qui a servi d'outil de comparaison entre produits, surtout aux investisseurs institutionnels ; les études qualitatives, également utilisées par les investisseurs institutionnels plutôt que les

particuliers, car ciblant un public professionnel ; le colloque annuel rassemblant des investisseurs institutionnels européens, qui a vocation à être un lieu d'échange de bonnes pratiques sur la prise en compte des enjeux ESG dans la gestion institutionnelle ; et enfin le suivi quantitatif des encours ISR pour mesurer la réalisation de l'objectif.

Le label ISR lancé par Novethic en 2009 est aujourd'hui son outil phare dans la promotion de l'ISR à destination des investisseurs particuliers. La réflexion autour du lancement de ce label est née du contexte qui prévalait à ce moment. L'offre ISR s'est fortement développée depuis 2000, passant d'une trentaine de fonds en 2001 à 268 fonds pesant 34 milliards d'euros à fin 2009, Les fonds ISR AMF représentant 2% des encours des fonds de droit français. Cependant, ce développement s'est effectué en l'absence de cadre normatif, ce qui a pu permettre un développement des approches et des innovations, mais n'a pas permis la définition d'un socle commun de ce qu'est l'ISR, par exemple par le régulateur qu'est l'AMF, ni l'adoption d'un vocabulaire unique, l'ISR laissant parfois la place à IR pour investissement responsable ou encore IRD pour investissement responsable et durable. Cela n'a pas permis non plus de lever la confusion entre les différents concepts placés sous la bannière de la finance responsable et éthique : ISR, finance solidaire, microfinance, fonds thématiques… Le principal repère destiné aux investisseurs individuels était le code de transparence promu par Eurosif (l'association européenne de promotion de l'ISR), le Forum pour l'Investissement Responsable (FIR, son antenne française), et l'Association Française de Gestion Financière (AFG, l'association professionnelle des sociétés de gestion). Ce code encourage les sociétés de gestion à divulguer un maximum d'information sur le fonctionnement ISR de leurs fonds. Si l'initiative de transparence est louable, il n'existe pas de suivi ou de contrôle extérieur des informations publiées par les promoteurs des fonds. Quant au rating des fonds effectué par Novethic, il avait conduit à ses yeux à une amélioration des pratiques ISR des sociétés de gestion, qui s'est reflétée par une amélioration des notes attribuées, et donc un besoin de refonte. Constat additionnel, le domaine où les sociétés avaient le moins progressé était celui de la transparence et du reporting extra-financier. La nécessité de refondre l'outil rating a poussé Novethic à réfléchir à un outil différent. En effet, le marché français de l'ISR connaissait une croissance continue, mais dont les particuliers étaient les laissés-pour-compte puisque leur part est passée de 42% en 2005 à 25% en 2008. Novethic a attribué cela au manque de lisibilité et de visibilité de l'ISR au sein des grands réseaux de distribution, ce qui appelait davantage de pédagogie auprès des épargnants et des commerciaux. En outre, la crise avait créé un climat de défiance vis-à-vis des acteurs financiers, et donc un besoin de garanties apportées par un tiers indépendant.

Novethic s'est fixé un certain nombre d'exigences dans la construction méthodologique du label. Il fallait que le label soit applicable à tous les types de fonds, c'est-à-dire à toutes les classes d'actifs sur lesquelles l'ISR est présent, et à toutes les approches ISR recensées. Il fallait ensuite que les critères de labellisation soient suffisamment simples, objectifs et binaires pour ne pas affecter la lisibilité du label pour les investisseurs individuels. Ces critères devaient en outre assurer l'existence d'un processus ISR, et favoriser des pratiques de transparence accrue, puisque cette transparence représentait le domaine où les sociétés de gestion péchaient comme on l'a vu grâce au rating. La

réflexion a ainsi abouti à quatre critères de labellisation à remplir simultanément, l'un portant sur le processus ISR, les trois autres sur la transparence :

- Le premier critère, garantissant l'existence d'un processus ISR, devait être à la fois exigeant pour assurer le caractère ISR du fonds, et souple pour permettre d'englober différentes approches ISR. Novethic a donc choisi d'exiger une analyse sur les trois piliers ESG (environnement, social, gouvernance) et impactant au moins 90% de l'actif du fonds, tout en laissant la liberté du processus d'utilisation de cette analyse : approche *best-in-class*, surpondération des meilleures pratiques, exclusion des pires, engagement actionnarial… D'une certaine façon, Novethic a apporté à travers ce critère une définition de l'ISR.
- Le second critère porte sur la publication de documents expliquant le processus ISR du fonds. Pour s'appuyer sur l'existant, Novethic a encouragé (puis rendu obligatoire en 2010) la réponse au code de transparence Eurosif-FIR-AFG, ou la publication d'un document synthétique, qui devait comporter certains éléments précis : moyens mis en œuvre, étapes du processus, et impact sur le portefeuille. Le but évident de ce critère est de permettre au souscripteur d'avoir une compréhension facilitée de l'approche du fonds.
- Le troisième critère porte sur la publication d'un reporting extra-financier. Toujours dans un souci de pédagogie, il s'agit de montrer à l'investisseur le résultat du processus ISR sur le fonds, que ce soit en termes quantitatifs (note ISR du fonds par exemple) ou qualitatifs (explication des entrées et sorties du portefeuille pour des raisons extra-financières…). En effet, un particulier investissant dans un fonds ISR est en droit d'attendre des informations sur les effets de son investissement.
- Le quatrième critère porte sur la publication périodique de l'intégralité du portefeuille. Cela permet de voir l'impact final de l'approche ISR sur la composition du fonds, et éventuellement au particulier de poser des questions sur certains investissements. Le gérant doit être en mesure de justifier chaque ligne de son portefeuille, un degré de transparence qui apporte des garanties additionnelles sur le respect du processus d'investissement.

Enfin, pour mettre l'accent sur la cible de ce label, à savoir les investisseurs particuliers, Novethic a défini une condition d'éligibilité au label, qui fixe à 10% la part minimale de souscripteurs individuels dans le fonds, fermant ainsi la voie aux fonds exclusivement destinés aux investisseurs institutionnels. Cette condition a toutefois été assouplie en 2010, en demandant l'accessibilité du fonds aux particuliers sans fixer de seuil minimal de souscripteurs retail.

Novethic a présenté cette méthodologie à chacune des sociétés de gestion dépendant de grands réseaux, afin d'obtenir leur avis sur son acceptabilité. Puis elle a été validée par un comité d'experts composé de représentants indépendants d'organismes de place : Finansol, Eurosif, le FIR, l'Association pour la Transparence de l'Étiquetage des Produits Financiers, ainsi que Testé pour vous (association de consommateurs).

On retrouve ainsi dans une certaine mesure les quatre critères renforçant la crédibilité d'un label environnemental (et a fortiori ISR) de Gulbrandsen :

- La transparence : Novethic publie la méthodologie du label ainsi que le fonctionnement et la composition du comité d'experts, outre le fait que le label ait de fortes exigences de transparence.
- L'inclusion des parties prenantes : le comité regroupe des instances représentatives (il a également été proposé au CIES et à l'AFG de participer au comité), et les sociétés de gestion ont été consultées avant la finalisation de la méthodologie.
- La rigueur des critères environnementaux et sociaux : les exigences du critère 1 du label concernant la couverture de 90% du portefeuille par l'analyse sur les trois piliers ESG ont été jugées strictes par les gérants, de même que les exigences de transparence.
- L'existence d'un audit indépendant : même si le processus de labellisation ne constitue pas un audit stricto sensu, Novethic effectue une vérification du processus ISR avant l'attribution du label, ainsi qu'une vérification périodique des documents qui sont censés être en ligne. Les sociétés de gestion reconnaissent généralement le caractère indépendant de Novethic, ainsi que son expertise à évaluer un processus ISR ; preuve en est la communication à Novethic de documents non publics dans le cadre de la procédure de labellisation.

Pour la première campagne de labellisation, en 2009, 31 sociétés de gestion ont fait acte de candidature pour 121 fonds, soit à peu près la moitié du marché. Parmi les sociétés de gestion, seul un seul grand réseau manquait à l'appel ; sinon les principaux acteurs en volume et en distribution ont été candidats, tantôt pour un ou quelques fonds, tantôt pour l'ensemble de leur gamme. Au lancement du label en septembre 2009, 92 fonds gérés par 25 sociétés ont été labellisés. À fin 2009, cela représentait un tiers des encours et un tiers du nombre de fonds ISR distribués en France, pour une répartition par classe d'actifs homogène avec l'ensemble de l'offre ISR. Pour Novethic, le lancement du label a donc été considéré comme un succès en termes d'adhésion des offreurs, l'important restant toutefois la réception par les consommateurs finaux et l'impact du label sur les encours ISR détenus par les particuliers, éléments qu'il est encore trop tôt pour mesurer.

CIES

Le Comité Intersyndical de l'Épargne Salariale a été créé en 2002. Il regroupe quatre syndicats : CFE-CGC, CFDT, CFTC et CGT. Force Ouvrière n'a pas souhaité s'associer à ce comité. Le principal élément ayant motivé la création de ce comité a été la loi Fabius (2001), qui a notamment permis de développer les dispositifs d'épargne salariale et de les étendre aux PME, par nature moins bien équipées pour négocier avec les sociétés de gestion. Le CIES s'est créé à cette époque avec trois objectifs majeurs :

- Permettre l'émergence d'une offre qui ne lèse pas les PME, présentant un bon rapport qualité-prix, des conditions avantageuses…
- Gérer l'aspect ISR de l'épargne salariale, et favoriser la diffusion de critères ISR au sein de l'épargne salariale et au-delà, dans la mesure où les équipes extra-financières internes ne sont pas cantonnées à l'épargne salariale. On peut ajouter

à cela la volonté d'utiliser les fonds d'épargne salariale labellisés comme levier pour des pratiques d'actionnariat actif.
- Peser sur les évolutions législatives dans le domaine de l'épargne salariale, à la faveur de l'importance acquise par le comité au travers du label.

Le CIES avait ainsi deux préoccupations majeures : le risque que l'épargne salariale se substitue aux salaires, et le risque de fragilisation du financement de la protection sociale, en particulier des retraites. Sur la partie ISR, il était important que l'investissement de l'argent des salariés ne soit pas en contradiction avec leurs valeurs.

Après avoir écarté l'idée d'une offre d'épargne salariale syndicale en vue d'atteindre ces objectifs, le CIES a choisi comme instrument la labellisation.

Concrètement, on peut identifier, à l'instar de ce qui a été fait pour Novethic, des objectifs du côté de l'offre et du côté de la demande.

Pour l'offre, le CIES vise, comme Novethic, le développement et le renforcement des pratiques et des offres ISR des sociétés de gestion. On peut y rajouter une prise en compte accrue du pilier social, ainsi qu'une volonté de s'impliquer dans les pratiques d'actionnariat actif. Cela passe par la mesure et l'analyse de cette offre, via la labellisation et la publication périodique du nombre de gammes labellisées et des encours correspondants. Mais cela passe surtout par les comités de suivi des gammes labellisées, présentés plus loin et qui sont le lieu d'échange privilégié entre les représentants du CIES et les sociétés de gestion.

Du côté de la demande, on peut supposer que l'objectif du CIES est l'accroissement des encours ISR ainsi que du nombre de salariés et d'entreprises concernés. Le label est l'outil retenu pour développer cette demande, en poussant notamment les sociétés de gestion à mettre en avant les gammes labellisées.

Le cahier des charges du label CIES a été élaboré par le comité en 2002, puis mis à jour en 2005 et 2008. Une fois le cahier des charges défini, celui-ci est envoyé dans le cadre d'un appel d'offre à l'ensemble des sociétés de gestion par le biais de l'AFG. Le label est attribué pour une période indéterminée, sa conservation dépendant de la conformité au cahier des charges, laquelle est soumise à contrôle régulier. Les critères de labellisation sont rassemblés sous trois grands thèmes :

- Investissement socialement responsable
    - Gestion ISR (exception possible pour les supports monétaires)
    - Diversité des sources d'information : au moins deux agences de notation et existence d'une équipe interne
- Intérêt des salariés
    - Rapport qualité prix avantageux et transparent (éviter le transfert des frais de gestion de l'entreprise (baisse des frais de tenue de compte) au salarié (hausse des frais payés par le salarié))
    - Offre couvrant l'ensemble des profils de risque (du 100% monétaire au 100% actions) minimum 4 fonds dont 1 fonds solidaire
    - Maîtrise par les représentants des salariés (majoritaires au conseil de surveillance du FCPE)

    - Éviter SICAV et fonds de fonds (dérogations possibles sous certaines conditions).
- Gouvernance
    - Salariés majoritaires au sein du conseil de surveillance, dont le président doit être un salarié porteur de parts.
    - Mise en place d'un comité de suivi de l'offre labellisée regroupant des représentants du CIES et du gestionnaire.

Pour l'attribution du label, chaque élément du cahier des charges est soumis à une pondération, et chaque membre du CIES attribue une note au dossier pour chacun de ces éléments.

La labellisation d'une gamme prévoit la mise en place d'un comité de suivi composé de représentants syndicaux et de la société de gestion. Ce comité se réunit plusieurs fois par an pour faire le point sur tout ce qui a trait à la gestion des fonds concernés, en vue de s'assurer du respect du cahier des charges. En outre, un audit peut être réalisé à tout moment par le CIES pour vérifier la conformité des produits labellisés aux exigences du label. Les échanges et remarques entre le CIES et la société de gestion n'ont pas vocation à être communiqués, la seule communication négative concernant le retrait du label, ce qui n'est pas encore arrivé.

À fin 2009, 14 gammes ouvertes et deux fonds dédiés détenaient le label CIES, pour un encours de 2.4 milliards d'euros. Ils n'étaient que 2 lauréats sur 27 candidats lors de la première session en 2002. Ceci dit, le nombre de labellisés ne constitue pas un objectif en soi, notamment au vu des regroupements en cours entre sociétés de gestion. C'est plutôt la croissance des encours labellisés qui reflèterait le succès du label.

En effet, une des exigences du label étant la mise en avant de la gamme labellisée lors des appels d'offre, le CIES est vigilant quant à la croissance des encours des gammes labellisées par rapport au reste de l'épargne salariale gérée au sein des sociétés de gestion, et peut manifester son mécontentement vis-à-vis d'une société de gestion pour laquelle cette croissance serait insuffisante. Le bilan global est que l'épargne salariale labellisée se développe plus vite que l'épargne salariale globale, mais que la situation varie d'une société de gestion à l'autre. Cela dépend de la conviction au sein de la société de gestion ; au début elles étaient toutes au stade de la curiosité, puis certaines se sont approprié l'ISR et d'autres n'ont pas évolué. Lorsque la gamme ne collecte pas assez, cela est souvent du à deux raisons majeures : une structure de commandement très compliquée au sein de la société de gestion, qui fait que les postes changent, les convictions changent, et que l'ISR ne peut pas être porté dans la durée par les personnes en charge ; ou alors une distribution indirecte, qui fait que la société de gestion n'a pas la main sur les produits mis en avant ou non, et que sa gamme labellisée pâtit d'un manque de connaissance de l'ISR de la part du distributeur.

En outre, le CIES n'est pas en mesure aujourd'hui de quantifier l'apport du label à l'épargne salariale des PME, une de ses cibles. Cela peut être fait en interrogeant les sociétés de gestion sur la répartition de leur clientèle en épargne salariale. Il serait sans doute intéressant de voir la part d'encours labellisé au sein de l'épargne salariale des PME. Ceci dit, la cible principale aujourd'hui est de faire basculer et labelliser des grands

fonds d'épargne salariale de grandes entreprises, car l'effet encours est important pour la visibilité de du CIES.

Notons enfin qu'à ce jour, le CIES n'a pas eu à retirer le label à une société de gestion, le dialogue au sein des comités de suivi ayant suffi à rectifier le tir quand cela a été nécessaire.

Concernant les résultats obtenus par la labellisation, sur le plan de l'ISR, le fait d'imposer aux sociétés de gestion de disposer d'une équipe interne d'analyse extra-financière a eu un fort impact sur le développement de ces équipes et du marché. En effet, la mise en place d'une telle équipe, avec les coûts que cela implique, impose de l'utiliser également en dehors de l'épargne salariale. L'essor du marché de l'ISR a dépassé les attentes du CIES. Sur les classes d'actifs, le fait d'avoir lancé le label très tôt a poussé le développement de l'ISR sur les produits de taux, selon le CIES. Concernant la défense des intérêts des salariés, le CIES a joué un rôle majeur dans la séparation légale qui s'est mise en place entre teneurs de compte et gestionnaires. Cela a été essentiel pour limiter les transferts de frais de l'entreprise aux salariés, puisque les frais de tenue de compte sont supportés par l'entreprise et les frais de gestion par les salariés.

AFG

L'Association Française de Gestion Financière, ou AFG, est l'association professionnelle regroupant les sociétés de gestion actives en France. Elle a donc pour objectif d'en préserver les intérêts. Une commission regroupant certains représentants de sociétés de gestion travaille sur les sujets relatifs à l'ISR, notamment le Code de transparence pour les fonds ISR ouverts au public. Avec le Forum pour l'Investissement Responsable (FIR), l'AFG pilote la version française de ce code, à l'origine européen, depuis 2005, et qui a été mis à jour en 2010. Il s'agit d'un questionnaire détaillé (voir annexe pour le détail des questions) dont les réponses ont vocation à être publiées, dans le but de clarifier les pratiques ISR des sociétés de gestion pour le grand public. Les questions portent sur les thèmes suivants :

- Données générales
- Critères d'investissement ESG
- Processus d'analyse ESG
- Évaluation, sélection et politique d'investissement
- Politique d'engagement
- Politique de vote

Eurosif

Eurosif, pour *European Social Investment Forum*, est l'association européenne qui chapeaute les forums nationaux. Elle regroupe des acteurs de l'ISR, principalement des sociétés de gestion, et est composée d'un petit nombre de permanents, dont la mission est de faire du lobbying, publier des études, et gérer le code de transparence, similaire à celui présenté plus haut pour l'AFG.

Afnor

L'Association Française de Normalisation (Afnor) est une association reconnue d'utilité publique, chargée d'une mission d'intérêt général. Cette mission porte sur la définition de normes, en réponse à des demandes émanant d'acteurs professionnels. Les quatre métiers qu'elle exerce concernent la normalisation, la certification, la formation, et l'édition. Sur l'ISR, elle a conduit en 2008 une consultation à la demande d'un groupe peu connu (Cercle Européen de l'ISR), à l'issue de laquelle elle a décidé de ne pas poursuivre pour l'instant un éventuel projet de normalisation ou de certification de l'ISR. L'Afnor n'a pas pour autant tourné le dos à ce projet, et se poserait des questions à ce sujet aujourd'hui.

Ecocert

Ecocert est un organisme de contrôle et de certification, dont l'activité est à ce titre encadrée par les Pouvoirs Publics et la législation. Ecocert est agréé par l'Institut National de l'Origine et de la Qualité. Son métier est de définir des référentiels et de procéder à la certification de produits sur des critères environnementaux et sociaux, par exemple sur l'agriculture biologique. La réflexion sur l'ISR, motivée par des enjeux commerciaux, est encore préliminaire et se limite à des échanges avec l'AFG.

AMF

L'Autorité des Marchés Financiers (AMF) est le régulateur français du secteur financier. Il est notamment en charge de l'agrément des fonds distribués en France. À ce titre, il serait en théorie légitime à piloter une éventuelle initiative de définition ou de labellisation de l'ISR. Cependant, l'AMF ne s'est pas pour l'instant intéressée au sujet, et la seule mesure prise, à la demande de l'AFG, a été de rendre la réponse au code de transparence ISR obligatoire pour les fonds de droit français s'affichant comme ISR dans leur nom ou leur prospectus.

Le code de transparence ISR de l'AFG et du FIR

Définition des termes relatifs à l'ISR

ISR (Investissement Socialement Responsable)

Application des principes du développement durable à l'investissement. Approche consistant à prendre systématiquement en compte les trois dimensions que sont l'environnement, le social/sociétal et la gouvernance (ESG) en sus des critères financiers usuels. Les modalités de mise en œuvre peuvent revêtir des formes multiples fondées sur la sélection positive, l'exclusion où les deux à la fois, le tout intégrant, le cas échéant, le dialogue avec les émetteurs.

Développement durable

« Développement qui répond aux besoins du présent sans compromettre la capacité des générations futures à répondre aux leurs »*. Ce concept intègre au moins trois dimensions : économique, sociale et environnementale.

Critères ESG

Dimension Environnementale : désigne l'impact direct ou indirect de l'activité d'un émetteur sur l'environnement.

Dimension Sociale/Sociétale : relative à l'impact direct ou indirect de l'activité d'un émetteur sur les parties prenantes, par référence à des valeurs universelles (droits humains, normes internationales du travail, lutte contre la corruption...).

Dimension de Gouvernance : ensemble des processus, réglementations, lois et institutions influant la manière dont l'entreprise est dirigée, administrée et contrôlée. Il inclut aussi les relations entre les nombreuses parties prenantes et les objectifs qui gouvernent l'entreprise. Parmi ces acteurs principaux, on retrouve notamment, les actionnaires, la direction et le conseil d'administration de l'entreprise.

Engagement

Activité des investisseurs (fonds de pension, sociétés d'assurance, sociétés de gestion...) visant à influencer le comportement d'une entreprise, à moyen et long terme, en faisant valoir l'importance d'une meilleure prise en compte des facteurs environnementaux, sociétaux et de gouvernance. Cette action recouvre aussi bien le dialogue avec les entreprises (individuellement ou collectivement), que les pratiques de vote des gérants, dont le dépôt de résolutions proposées en assemblée générale d'actionnaires.

RSE (Responsabilité Sociétale des Entreprises)

Application des principes du développement durable à l'entreprise. Intégration volontaire par les entreprises, en sus de critères économique usuels, de préoccupations environnementales, sociales/sociétales et de gouvernance (ESG) à leurs activités et à leurs relations avec les parties prenantes.

Parties prenantes

Tout groupe ou tout individu pouvant affecter ou être affecté par la réalisation des objectifs d'une organisation. Dans le cas d'une entreprise, ce terme désigne l'ensemble des personnes physiques ou morales (salariés, actionnaires, clients, fournisseurs, collectivités locales, ONG, syndicats, société civile...) qui ont des liens directs ou indirects avec celle-là.

** Rapport Brundtland, août 1987, Commission Mondiale sur l'Environnement et le Développement.*

L'Association Française de la Gestion Financière (AFG) représente les professionnels de la gestion d'actifs pour compte de tiers en France. Ensemble ils gèrent 2 500 milliards d'euros d'actifs (4e rang mondial) dont près de 1 400 milliards d'euros sous forme de gestion collective (OPCVM : SICAV et fonds communs de placement - 2e rang mondial et 1er rang européen), et le solde sous forme de gestion individualisée sous mandat, en particulier via l'assurance-vie.

L'AFG a très tôt, notamment par la mise en place d'une Commission ISR, décidé d'apporter son plein appui au développement en France de la gestion financière socialement responsable. Lieu d'échanges et d'information, cette commission est active dans des domaines aussi concrets que l'élaboration de codes de conduite, l'animation et la participation aux activités de Place relatives à l'ISR. Cette commission a joué, et joue actuellement, un rôle majeur dans la constitution et le fonctionnement de la chaire de recherche « Finance Durable et Investissement Responsable ».

Cette implication de l'AFG dans l'ISR se situe dans le cadre plus global de son action de promotion de l'épargne longue (épargne salariale et épargne retraite) et de la qualité des actifs (action résolue en matière de gouvernement d'entreprise...), leviers du bon financement de l'économie et d'une protection efficace des intérêts des épargnants.

AFG - 31 rue de Miromesnil 75008 Paris Tél. 01 44 94 94 00 Fax. 01 42 65 16 31 www.afg.asso.fr

Le FIR - Forum pour l'Investissement Responsable - est une association multipartite fondée en 2001 qui a pour vocation de promouvoir l'ISR, l'Investissement Socialement Responsable. Le FIR regroupe l'ensemble des acteurs de la chaîne de valeur de l'ISR : investisseurs, sociétés de gestion, courtiers, agences de notation extra-financière, conseils investisseurs, organisations de place, mais aussi universitaires, représentants des syndicats et professionnels engagés.

Les missions du FIR incluent le plaidoyer auprès des institutions et des leaders d'opinion ainsi que le dialogue avec les entreprises autour des problématiques environnementales, sociales et de gouvernance. Le FIR est également à l'initiative du Prix de la recherche européenne « Finance et développement durable » qui récompense chaque année les meilleurs travaux académiques, et ce, depuis 2005.

Le FIR est l'un des membres fondateurs d'Eurosif.

FIR - La Ruche 84, quai de Jemmapes 75010 Paris Tél. 01 70 23 28 40 www.frenchsif.org

Eurosif, le forum européen de l'investissement durable et responsable, est une association européenne à but non lucratif dont la mission est de promouvoir et de développer l'investissement durable et responsable. Eurosif travaille en partenariat avec les forums nationaux d'investissement responsable au sein de l'Union européenne ainsi qu'avec le soutien de ses membres affiliés. Les membres affiliés d'Eurosif incluent des fonds de pension, sociétés de gestion, agences de notations, universités, syndicats et ONG représentant plus de 1 000 milliards d'euros d'actifs. Eurosif travaille sur les tendances et évolutions de l'ISR en Europe sur diverses classes d'actifs incluant les actions, les marchés des instruments à taux fixe, la microfinance, les classes alternatives, et l'immobilier. Le lobbying auprès des institutions européennes, une information sur l'ISR et des initiatives européennes intégrant des considérations environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) dans le secteur financier comptent parmi les services essentiels qu'Eurosif propose à ses membres affiliés.

EUROSIF - La Ruche 84, quai de Jemmapes 75010 Paris Tél. 01 40 20 43 38 www.eurosif.org

Janvier 2010 www.afg.asso.fr/ www.frenchsif.org/ Imprimé par Dalis Fontainebleau sur papier Cocoon, certifié PEFC, à partir de sources de gestion durable des forêts

Investissement Socialement Responsable

Code de Transparence

pour les fonds ISR ouverts au public

Code de Transparence pour les fonds ISR ouverts au public

Le présent Code de Transparence est la version française, conçue et approuvée par l'AFG et le FIR, du Code européen de Transparence pour les fonds ISR ouverts au public. Il est obligatoire pour tous ces fonds.

Ce Code est accompagné d'un Manuel fournissant aux sociétés de gestion, dont les fonds sont signataires du code, des indications supplémentaires à même de les aider à apporter les réponses appropriées aux questions posées.

Deux éléments-clés motivent la promotion de ce Code

1. Améliorer la lisibilité et la transparence de la démarche des fonds ISR vis-à-vis des investisseurs et épargnants, et de toute autre partie prenante.
2. Contribuer au renforcement d'une auto-régulation plus pro-active favorisant le développement et la promotion des fonds ISR par la mise en place d'un cadre commun fédérateur des bonnes pratiques de transparence.

Principe directeur

Les fonds signataires du Code se doivent de donner des informations exactes en langage clair et compréhensible par un large public, adéquates et actualisées, pour permettre à l'ensemble des parties prenantes, plus particulièrement aux investisseurs et épargnants, de mieux comprendre les politiques et pratiques ESG mises en œuvre dans les fonds.

Les fonds signataires s'engagent à :

- respecter l'ordre des questions du code et la terminologie employée ;
- apporter des réponses claires et précises aux questions du Code, et à décrire le plus justement possible les moyens et méthodologies mises en œuvre ;
- exprimer les données chiffrées dans la devise utilisée pour les autres documents de reporting du ou des fonds ;
- expliquer les raisons pour lesquelles certaines questions seraient, totalement ou partiellement, incompatibles avec le ou les fonds auxquels s'applique ce Code. Les signataires devront indiquer dans quels délais des réponses pourront y être apportées ;
- actualiser les réponses aux questions du Code au minimum une fois par an et indiquer la date de publication ;
- publier sur le site Internet de la société de gestion les réponses aux questions du Code, et faciliter le chemin d'accès à ce Code ;
- préciser que leurs réponses aux questions du Code relèvent de leur unique responsabilité.

Engagement de l'AFG et du FIR

L'AFG et le FIR veilleront à la promotion et à la diffusion la plus large possible du présent Code et du manuel. Pour cela, ils s'engagent à publier sur leurs sites respectifs la liste de fonds signataires de ce Code.

www.afg.asso.fr (Rubrique : L'offre / ISR)

www.frenchsif.org

www.eurosif.org/publications/european_sri_transparency_guidelines

Décharge – l'AFG et le FIR ne peuvent assumer aucune responsabilité légale ou autre pour des informations incorrectes ou trompeuses fournies par les fonds signataires dans leurs réponses à ce Code de Transparence.

Rubriques du Code

1 Données générales

Les signataires se doivent d'être clairs quant à leur identité et doivent fournir des informations générales mais précises sur la société de gestion et le ou les fonds.

La société de gestion

1. a) Donnez le nom de la société de gestion en charge du ou des fonds auxquels s'applique ce Code.
1. b) Décrivez de façon générale la philosophie ISR de la société de gestion et la façon dont elle la décline concrètement.

Le fonds ou les fonds (gamme) ISR

1. c) Donnez le nom du ou des fonds auxquels s'applique ce Code, ainsi que leurs principales caractéristiques.
1. d) Détaillez les moyens permettant d'obtenir plus d'information concernant ce ou ces fonds.
1. e) Spécifiez le contenu des informations fournies aux investisseurs, ainsi que leur fréquence et les moyens de communication utilisés.

2 Critères d'investissement ESG

Les signataires se doivent d'être clairs au sujet de l'objectif poursuivi par le ou les fonds et de leurs critères d'investissement ESG.

2. a) Comment le ou les fonds définissent-ils l'ISR ?
2. b) Quels sont les critères d'investissement ESG du ou des fonds ?
2. c) Comment les critères d'investissement ESG sont-ils déterminés ?
2. d) Comment les changements de critères sont-ils communiqués aux investisseurs ?

3 Processus d'analyse ESG

Les signataires s'engagent à fournir des informations claires quant au processus d'analyse ESG de leurs investissements.

3. a) Décrivez votre méthodologie et votre processus d'analyse ESG.
3. b) Le gestionnaire de fonds emploie-t-il une équipe d'analystes internes ESG et/ou recourt-il à un ou plusieurs prestataires spécialisés dans ce domaine ?
3. c) Existe-t-il une procédure de contrôle ou de vérification externe de la méthodologie d'analyse ESG ?
3. d) Le processus d'analyse ESG inclut-il un dialogue avec des parties prenantes ?
3. e) Les entreprises/émetteurs ont-ils accès à leur profil ou analyse ?
3. f) A quelle fréquence le processus d'analyse ESG est-il révisé ?
3. g) Quelles informations issues de ce processus sont divulguées aux investisseurs ?

4 Evaluation, sélection et politique d'investissement

Les signataires s'engagent à fournir des informations concernant la façon dont l'analyse ESG est utilisée pour construire et gérer leur portefeuille.

4. a) Comment les résultats de l'analyse ESG sont-ils intégrés dans le processus d'investissement, notamment pour la sélection et l'approbation des entreprises/émetteurs dans lesquels les fonds investissent ?
4. b) Quelles mesures, internes et/ou externes, sont mises en œuvre pour s'assurer que les titres du portefeuille sont (ou ne sont pas) en ligne avec les critères d'investissement ESG ?
4. c) Quel est le processus de désinvestissement en lien avec des critères ESG ?
4. d) Des désinvestissements découlant des critères ESG du ou des fonds ont-ils eu lieu dans l'année écoulée ?
4. e) Les investisseurs sont-ils informés des désinvestissements liés aux critères ESG ?
4. f) Le gestionnaire de fonds informe-t-il les entreprises/émetteurs des mouvements et/ou des changements de pondération dans le portefeuille liés au non-respect des principes ESG du ou des fonds ?
4. g) Dans quelle mesure les résultats de la politique d'engagement sont-ils intégrés dans la sélection des entreprises/émetteurs ?

5 Politique d'engagement

Les signataires doivent expliquer leur politique d'engagement si le ou les fonds en possèdent une.

5. a) Quels sont les objectifs de la politique d'engagement ?
5. b) Comment le ou les fonds établissent-ils la liste des entreprises/émetteurs avec lesquels ils vont, en priorité, pratiquer l'engagement ?
5. c) Qui pratique l'engagement au nom du ou des fonds ?
5. d) Quelles sont les méthodes d'engagement employées ?
5. e) Comment l'efficacité de l'activité d'engagement est-elle contrôlée ou abordée ?
5. f) Si elles existent, quelles sont les mesures prises si l'engagement s'avère infructueux ?
5. g) Comment, et à quelle fréquence, les activités d'engagement sont-elles communiquées aux investisseurs et autres parties prenantes ?
5. h) Des activités d'engagement ont-elles eu lieu au nom du ou des fonds pendant l'année écoulée ?

6 Politique de vote

Les signataires s'engagent à être clairs sur leur politique de vote.

6. a) Le ou les fonds disposent-ils d'une politique de vote ?
6. b) Le ou les fonds rendent-ils public leurs votes et les raisons qui ont conduit à leurs choix ?
6. c) Le ou les fonds sont-ils promoteurs ou soutiennent-ils des résolutions d'actionnaires ?
6. d) Des votes ont-ils eu lieu l'année écoulée en lien avec les critères ESG du ou des fonds ?

Annexe 2 : Panorama de l'offre de produits ISR retail

Pour mieux comprendre l'offre à laquelle est confronté l'investisseur particulier, nous avons analysé les éléments présentés sur les sites internet des principales banques de détail en France, selon quatre critères :

- L'accessibilité : disponibilité et mise en avant des produits ISR. Sont regardés en particulier l'existence d'une rubrique ISR, la facilité à accéder aux fonds ISR, la visibilité de ces fonds comparée à celle des fonds généralistes, l'existence d'éléments pédagogiques relatifs à l'ISR.
- Le processus de gestion : diversité des approches ISR et disponibilité d'informations
- Les références à l'obtention de labels ou à des outils similaires
- La présentation des performances financières et extra-financières des produits

Les sites internet des banques suivantes ont été analysés :

- Caisse d'Épargne : www.caisse-epargne.fr
- Banque Populaire : www.banquepopulaire.fr
- BNP Paribas : www.bnpparibas.net
- Société Générale : www.societegenerale.fr
- Crédit Agricole : www.credit-agricole.fr
- LCL : www.lcl.fr
- Crédit Coopératif : www.creditcooperatif.fr
- Crédit Mutuel : www.creditmutuel.fr
- CIC : www.cic.fr
- La Banque Postale : www.labanquepostale.fr

Accessibilité

Banque	**Rubrique ISR**	**Fonds mis en avant**	**Explication de l'ISR**
Caisse d'épargne	Non: pas de rubrique, les trois fonds sont présentés directement parmi les produits disponibles.	Plutôt oui: Les trois fonds sont présentés parmi les 11 produits sur la page "Diversifier vos placements en bourse", accessible en deux clics, mais pas parmi "les sélectionnés", les fonds les plus mis en avant.	Plutôt oui: Dans la page présentant les produits, une phrase décrit l'aspect ISR de chaque fonds, avec une description un peu plus détaillée sur la page de chaque fonds. Il faut cependant aller dans les documents (code de transparence, etc.) pour avoir plus d'explications.

Banque	Rubrique ISR	Fonds mis en avant	Explication de l'ISR
Banque populaire	Non: un lien Investissement Socialement Responsable permet d'accéder uniquement à la liste des fonds ISR.	Moyen: les fonds ne sont pas présentés sous la rubrique "épargner utile" (CODEVair et LDD). Il faut arriver, de façon assez complexe (plus de 6 clics) sur le site dédié aux placements, dans lequel les 4 fonds ISR sont à ce moment facilement accessibles, puisque l'investissement socialement responsable est une des 6 rubriques présentées.	Moyen: aucune explication sur l'investissement socialement responsable n'est disponible lors de l'accès aux fonds, en dehors des documents téléchargeables pour les fonds ISR, qui incluent le code de transparence.
BNP Paribas	Oui: dans la rubrique consacrée à l'épargne, dans l'espace OPCVM, on accède en cliquant sur "Gamme ISR" à une rubrique dédiée. Petit bémol : l'utilisation du sigle ISR, avec lequel les épargnants ne sont pas forcément familiers.	Moyen: Quatre fonds sont présentés dans cette rubrique ISR facilement accessible dans le menu principal consacré aux OPCVM (3 clics depuis l'accueil du site). Cependant, aucun d'entre eux n'est présent dans la liste des fonds les plus mis en avant, "les incontournables".	Oui: la rubrique ISR présente de façon assez détaillée l'ISR, les spécificités de chaque fonds, les moyens mis en œuvre et le processus de gestion. De plus, une foire aux questions sur le sujet permet de répondre aux interrogations les plus courantes.
Société Générale	Non: un lien ISR sur la page présentant tous les fonds permet d'accéder à la liste des fonds ISR.	Plutôt oui: un fonds est présenté sous "développement durable" dans la "supersélection" (16 fonds) des fonds mis en avant. Parmi l'ensemble des fonds disponibles (150), trois fonds ISR sont accessibles sous la rubrique Investissement Socialement Responsable.	Non: aucune explication n'est accessible avant d'accéder aux pages de chaque fonds, qui présentent très peu voire pas de détails supplémentaires.
Crédit Agricole	Plutôt oui : en suivant le lien vers le site dédié aux fonds (www.ca-sicavetfcp.fr) qui est peu mis en avant, on peut accéder sous « Notre offre > Notre sélection » à une rubrique ISR.	Plutôt oui: un fonds présenté sous Investissement Socialement Responsable sur la page d'accueil de la rubrique Epargne. Par ailleurs, un encadré ISR est présent sur la page de présentation des placements boursiers. Enfin, sur le site dédié aux fonds, 5 fonds ISR sont présentés dans la rubrique ISR.	Oui : vidéos, retranscription de tchat et questions-réponses sont publiées en-dessous de la liste des fonds dans la rubrique ISR.
LCL	Oui : une bannière Investissement socialement responsable est présente en haut de la page Épargne	Oui: une bannière Investissement socialement responsable en haut de la page Épargne mène à une présentation de l'ISR et des différents produits par type d'approche	Oui : la rubrique dédiée présente l'ISR ainsi que les différentes approches adoptées pour les fonds offerts.

Banque	Rubrique ISR	Fonds mis en avant	Explication de l'ISR
Crédit Coopératif	Oui : tous les produits du Crédit Coopératif sont présentés sous la rubrique Produits éthiques et solidaires.	Oui : tous les produits offerts par le Crédit Coopératif sont « responsables » (ISR ou solidaires).	Non : le site semble s'adresser à une clientèle avertie au sujet de l'ISR et de la finance solidaire. Il faut se rendre sur le site d'Ecofi Investissement pour avoir des explications sur l'ISR.
Crédit Mutuel	Non : il n'est fait nulle part mention d'ISR.	Non : la page dédiée aux FCP présente un lien vers les fonds mis en avant et les autres fonds. Parmi ces autres fonds, le fonds ISR est présenté à la fin de la liste sous "fonds spécifiques".	Non.
CIC	Non : il n'est fait nulle part mention d'ISR.	Non : le fonds ISR n'est pas présent dans la liste des 10 fonds « essentiels », mais parmi le reste des fonds.	Non : si ce n'est la phrase de présentation du fonds qui parle de « sociétés respectueuses de la responsabilité sociale. »
La Banque Postale	Oui : ISR est une des rubriques de la page Placements (mais le sigle n'est pas décliné).	Oui: l'ISR est très visible sur la page d'accueil de la rubrique épargne, et l'offre fondamentale de 5 fonds en comporte 2 ISR	Oui : la rubrique ISR présente ce qu'est l'ISR, les différentes approches, ainsi que l'épargne solidaire. Elle présente également en détail le processus ISR adopté, ainsi que 5 fiches pédagogiques et des liens vers d'autres acteurs.

Les bons élèves en termes d'accessibilité des fonds ISR sont le Crédit Coopératif, dont la gestion éthique et solidaire est le « fond de commerce », LCL, la Caisse d'Épargne et la Banque Postale. Mention spéciale pour cette dernière, qui rend ces produits très visibles en en incluant deux dans la sélection restreinte de 5 à 8 fonds qui est mise en avant. À l'inverse, les banques mettant le moins en avant ces produits sont le Crédit Mutuel et CIC, qui proposent d'ailleurs le même fonds géré par leur filiale commune.

Sans surprise, la moitié des fonds proposés sont des fonds actions, et toutes les banques en proposent. LCL et Crédit Coop sont les seules à proposer plus de deux classes d'actifs, et à couvrir l'ensemble du spectre actions, obligations, monétaire et diversifié.

Approches extra-financières

Banque	Approches disponibles	Description des approches
Caisse d'épargne	Une classe d'actifs, plusieurs approches: Un fonds "développement durable" (sélection ESG) généraliste avec des exclusions sectorielles, un fonds axé sur les thématiques environnementales et de qualité de vie (thématique ESG), et un fonds axé sur l'emploi (thématique S) et par ailleurs solidaire.	Plutôt oui: les approches sont décrites succinctement dans la présentation des fonds, et plus en détail dans le code de transparence.

Banque	Approches disponibles	Description des approches
Banque populaire	Deux classes d'actifs, plusieurs approches: Un fonds "développement durable" (sélection ESG) généraliste avec des exclusions sectorielles, un fonds axé sur les thématiques environnementales et de qualité de vie (thématique ESG), un fonds axé sur la gouvernance (sélection G), et un fonds obligataire sélection ESG.	Moyen: les approches ne sont pas du tout décrites en dehors des documents téléchargeables, la liste des fonds est ainsi présentée sans aucune explication préliminaire sur chaque fonds. Il faut donc consulter les codes de transparence ou les fiches fonds.
BNP Paribas	Deux classes d'actifs, plusieurs approches: un fonds actions sélection ESG, un fonds obligataire sélection ESG et également solidaire, un fonds sur la thématique de l'eau, et un fonds sur la thématique environnementale.	Oui: les approches sont décrites de façon assez détaillée dans la rubrique ISR.
Société Générale	Trois classes d'actifs, une approche: trois fonds, un actions, un obligataire et un monétaire, sont présentés, et suivent tous une approche de sélection ESG.	Non: deux des fonds précisent uniquement le recours à des critères "socialement responsables", le troisième précisant qu'il s'agit de critères environnementaux, sociaux et de gouvernance, mais sans plus.
Crédit Agricole	1 taux assez atypique (70% opcvm ISR, 30% oblis AFD et projets pays émergents)	Le contenu du fonds est expliqué. Un lien vers une page explicative sur l'ISR un peu décousue et qui présente les approches
LCL	4 actions développement durable dont 1 thématique E et 1 G, et 1 obligataire DD 1 diversifié éthique 2 taux et 1 diversifié partage 3 taux solidaire	Présentation de l'ISR et ses approches
Crédit Coopératif	Différentes classes d'actifs, certains solidaires, certains de partage, certains ISR et certains combinant plusieurs approches. Présentés séparément.	Présentation succincte des approches retenues pour chaque fonds
Crédit Mutuel	1 fonds actions	Néant
CIC	Idem Crédit mutuel	Idem Crédit mutuel
La Banque Postale	4 actions dont 1 thématique E et 1 solidaire, 1 obligataire et de partage	

Quasiment tous les fonds (43 sur les 46 fonds offerts) adoptent une approche de sélection ESG, même si celle-ci n'est pas clairement mise en avant pour tous les fonds de LCL. 10 fonds ont une approche thématique, le plus souvent environnementale, mais les thématiques sociales et de gouvernance ne sont pas absentes. 6 fonds revendiquent des approches d'exclusion éthique. Enfin, pas moins de 13 fonds sont solidaires, et 8 sont des fonds de partage, une proportion qui est très supérieure à celle qui prévaut dans l'ensemble des quelque 300 fonds ISR distribués en France toute clientèle confondue. Il faut cependant noter que sur ces 21 fonds solidaires ou de partage, 11 sont distribués par le Crédit Coopératif.

Alors que certaines rares banques n'ont même pas décliné le sigle ISR ou IRD dans les menus de navigation, ce qui constitue un frein pour les non initiés, la plupart ont fourni

des explications, souvent succinctes, sur les approches auxquelles elles avaient recours dans la gestion des fonds ISR. On constate que les informations pédagogiques sur l'ISR sont souvent présentées sur les sites internet des sociétés de gestion et non des banques. Cependant, le lien est rarement fait, et lorsque c'est le cas, la banque ne précise pas quelles informations on peut y trouver.

Concernant les documents disponibles, alors que toutes les banques distribuent des fonds labellisés par Novethic et que la plupart mettent cela en avant, seules la Caisse d'Épargne et la Banque Populaire fournissent l'ensemble des documents correspondants, à savoir le code de transparence AFG-FIR-Eurosif, des éléments de reporting extra-financiers, ainsi que la composition intégrale du portefeuille. Les autres banques se contentent souvent du prospectus, en rajoutant parfois le dernier reporting financier. Le Crédit Coopératif fournit cependant un document reprenant un commentaire extra-financier pour chacune des entreprises en portefeuille.

Labels

Banque	**Label ISR Novethic**	**Label CIES**	**Code de transparence AFG / Eurosif**	**Autres**
Caisse d'épargne	Oui: pour les 3 fonds, mis en avant sur la fiche produit, le reporting et le code de transparence.		Oui: téléchargeable sur la page de chaque fonds	
Banque populaire	Oui: pour 3 des 4 fonds, mis en avant sur le reporting et le code de transparence.		Oui: téléchargeable sur la page de chaque fonds	
BNP Paribas	Oui: mais pas mentionné sur le site de la banque.		Oui: mais pas téléchargeable sur le site de la banque.	Label Finansol pour un fonds, mis en avant dans la rubrique ISR du site.
Société Générale	Oui : mais pas mentionné sur le site de la banque.		Oui: mais pas téléchargeable sur le site de la banque.	
Crédit Agricole	Oui : sur certaines publications.		Oui : mais pas téléchargeable sur le site de la banque.	
LCL	Oui : sur certaines publications.		Oui : téléchargeable sur la page de chaque fonds	
Crédit Coopératif	Oui : mais pas mentionné sur le site de la banque.		Oui : mais pas téléchargeable sur le site de la banque.	Finansol, mis en avant pour les fonds concernés.
Crédit Mutuel	Oui: mais pas mentionné sur le site de la banque.		Oui : mais pas téléchargeable sur le site de la banque.	
CIC	Oui: mais pas mentionné sur le site de la banque.		Oui : mais pas téléchargeable sur le site de la banque.	
La Banque Postale	Oui : mis en avant sur le site de la banque et sur la documentation.		Oui : mais pas téléchargeable sur le site de la banque.	

Performances financières et extra-financières

Banque	**Performance financière**	**Performance extra-financière**
Caisse d'épargne	Présentée de façon classique.	Oui: comparaison du score global ISR du portefeuille avec son indice, ainsi que pour chaque secteur d'activité.
Banque populaire	Présentée de façon classique.	Oui: comparaison du score global ISR du portefeuille avec son indice, ainsi que pour chaque secteur d'activité.
BNP Paribas	Présentée de façon classique.	Non: pas présentée sur le site de la banque. Pourtant, un document détaillé présentant trois indicateurs de performance ESG (CO_2, Emploi, Indépendance du conseil d'administration) est disponible sur le site de la société de gestion.
Société Générale	Présentée de façon classique.	Pas sur le site de la banque.
Crédit Agricole	Présentée de façon classique.	Pas sur le site de la banque.
LCL	Présentée de façon classique.	Oui : comparaison des scores E, S, G et ESG du portefeuille à celles de son indice.
Crédit Coopératif	Présentée de façon classique.	Pour certains fonds, un commentaire extra-financier sur chaque entreprise en portefeuille
Crédit Mutuel	Présentée de façon classique.	Pas sur le site de la banque.
CIC	Présentée de façon classique.	Pas sur le site de la banque.
La Banque Postale	Présentée de façon classique.	Pas sur le site de la banque.

Bilan

Aucune banque ne devance clairement la concurrence sur l'ensemble des éléments qui permettraient de clarifier l'offre ISR pour les particuliers, même si la Banque Postale, LCL, le Crédit Coopératif et la Caisse d'Épargne se positionnent bien. Si la Banque Postale est clairement le champion de l'accessibilité des fonds, LCL et Crédit Coopératif sont ceux qui proposent le plus de variété dans les fonds, au détriment peut-être de la simplicité de l'offre, même si elles font preuve d'une certaine pédagogie, à l'instar de BNP Paribas. Sur la documentation enfin, le duo BPCE est le seul à fournir l'intégralité des documents requis par le label ISR Novethic. CIC et le Crédit Mutuel sont eux à la traine sur tous les éléments de la promotion de leur fonds ISR, qui est pourtant bien mis en avant sur le site de leur société de gestion commune. Dans l'ensemble, les sites des sociétés de gestion présentent bien mieux l'ISR et proposent beaucoup plus d'éléments d'information à ce sujet.

Annexe 3 : Analyse détaillée des labels ISR

Caractéristiques du labellisateur

	Novethic	**CIES**	**AFG-FIR**	**Eurosif**	**Ecocert**	**Afnor**	**AMF**
Indépendance	OUI: Novethic est une filiale de la Caisse des Dépôts, et à ce titre indépendant des sociétés de gestion. Celles-ci le reconnaissent, même si de rares voix s'interrogent sur l'éventuelle influence de la CDC sur les activités de Novethic. En pratique, rien ne permet de corroborer ces craintes.	OUI: Le CIES regroupe des représentants syndicaux. Il n'y a pas a priori de soucis concernant son indépendance vis-à-vis des sociétés de gestion.	NON: L'AFG représente ses membres, qui sont les sociétés de gestion. Elle n'est donc pas indépendante de ces sociétés, ce qui est normal vu qu'elle est censée défendre leurs intérêts.	MOYEN: Eurosif ne représente pas les sociétés de gestion, mais celles-ci en sont les principaux membres, et sont représentées au bureau de l'association.	OUI: Ecocert est un organisme de certification accrédité par l'autorité publique et qui n'est a priori pas soumis à l'influence des sociétés de gestion.	OUI: Afnor est l'agence de normalisation agréée par l'autorité publique et n'est a priori pas soumise à l'influence des sociétés de gestion.	OUI: L'AMF est le régulateur des marchés financiers et se doit à ce titre d'être totalement indépendant de l'influence des sociétés de gestion
Impartialité	OUI: Pour les mêmes raisons qui font son indépendance. Aucune société de gestion ne s'est plainte d'un traitement différent.	MOYEN: Le CIES est a priori impartial, pour les mêmes raisons qui font son indépendance. Cependant, certaines sociétés de gestion ont soulevé des pratiques manquant d'impartialité, comme le refus de considérer un dossier de labellisation pour des raisons extérieures au règlement du label, ou encore une mise en garde à ne pas faire acte de candidature au label ISR Novethic.	OUI: L'AFG n'a pas de raison de favoriser un membre au détriment de l'autre, et aucune société de gestion ne s'est plainte de cela à notre connaissance.	OUI: Eurosif n'a pas de raison de favoriser un membre au détriment de l'autre, et aucune société de gestion ne s'est plainte de cela à notre connaissance.	OUI: Pour les mêmes raisons qui font son indépendance.	OUI: Pour les mêmes raisons qui font son indépendance.	OUI: Pour les mêmes raisons qui font son indépendance.

	Novethic	CIES	AFG-FIR	Eurosif	Ecocert	Afnor	AMF
Efficacité et moyens	Plutôt OUI: Le processus de labellisation a fonctionné en 2009 avec trois personnes à temps plein, rejointes en 2010 par une quatrième. Les sociétés de gestion reconnaissent l'efficacité de Novethic mais s'interrogent sur la charge de travail que représentent un nombre croissant de dossiers de labellisation et l'audit qui devrait en découler.	MOYEN: Le CIES peut en théorie s'appuyer sur les syndicats qui le composent. Cependant, il offre peu de visibilité sur son fonctionnement et ses ressources, qui sont souvent questionnées par les sociétés de gestion lors des entretiens que nous avons effectués.	Plutôt OUI: Outre la commission ISR de l'AFG, l'association compte des permanents et peut également s'appuyer sur le FIR. Cependant, une seule personne est en charge de l'ISR à l'AFG, et le FIR ne compte qu'un seul salarié à temps plein.	MOYEN/OUI: Eurosif peut s'appuyer sur les SIF locaux dans le traitement des réponses au code de transparence, mais ceux-ci ne sont pas tous fiables du propre aveu d'Eurosif. Cela va fortement changer avec l'évolution du mode de certification des réponses au code de transparence et le recours à des organismes externes.	OUI: La certification est le métier d'Ecocert, il possède les moyens (certification payante) pour mener à bien cette mission.	OUI: L'élaboration de normes est le métier d'Afnor, il possède les moyens (pouvoirs publics) pour mener à bien cette mission.	OUI: En tant qu'autorité régulatrice, l'AMF a les moyens de poursuivre un tel objectif qui reste modeste comparé aux autres missions qu'elle assure.
Compétence et expertise	OUI: Novethic développe son expertise sur l'ISR depuis sa création en 2001. Cette expertise lui est reconnue par tous, et se traduit par un suivi du marché, des études, et l'évaluation des pratiques ISR des sociétés de gestion.	MOYEN: Si le CIES n'est pas contesté sur les points du règlement liés aux conditions d'accès et de représentation des salariés dans les FCPE, son expertise sur l'ISR est remise en cause par plusieurs acteurs interrogés. Il peut cependant se prévaloir de la connaissance de certaines problématiques sociales.	OUI: La commission ISR de l'AFG est principalement composée de personnes faisant partie du département ISR de leur société de gestion respective.	OUI: Les membres d'Eurosif sont principalement des sociétés de gestion actives sur l'ISR, et les permanents de l'association ont une expérience dans le domaine (par exemple en agence de notation extra-financière). De plus, Eurosif publie et s'associe à des études sur l'ISR en Europe, notamment l'étude de marché bisannuelle.	Plutôt NON: Ecocert n'a pas d'expertise sur l'ISR, mais le fait qu'il travaille sur des programmes de certification liés à des problématiques environnementales et sociales peut faciliter le développement d'une compétence spécifique sur l'ISR en temps voulu, d'autant plus qu'il est en contact avec l'AFG.	Plutôt NON: Afnor n'a pas d'expertise sur l'ISR aujourd'hui. Le fonctionnement de l'association lui permettra certainement de la développer en temps voulu, mais la méfiance de l'AFG vis-à-vis d'Afnor peut compliquer cela.	MOYEN: L'AMF ne s'est jamais réellement emparé du sujet de l'ISR. Une seule personne au sein de l'organisme y travaille, et de son propre aveu dans l'indifférence de sa hiérarchie.
Agrément public	NON	NON	MOYEN: l'AFG a convaincu l'AMF de rendre la réponse au code de transparence obligatoire pour tout fonds de droit français s'affichant ISR	NON	OUI	OUI	OUI

Conception du label

	Novethic	CIES	AFG-FIR	Eurosif	Ecocert	Afnor	AMF
Existence d'un document technique	OUI: règlement du label, disponible sur le site internet.	OUI: Le cahier des charges est disponible sur le site internet	OUI: le questionnaire est accessible et accompagné d'un guide à l'usage des gérants.	OUI: le questionnaire est accessible et accompagné d'un guide à l'usage des gérants.	Trop tôt	Trop tôt	Trop tôt
Formulation non équivoque des standards	OUI	NON: Le cahier des charges est peu explicite sur les exigences ISR.	OUI	OUI	Trop tôt	Trop tôt	Trop tôt
Exigences au-delà de la réglementation / rigueur des critères environnementaux et sociaux	OUI: le label a des exigences d'exhaustivité de l'analyse ESG, et des exigences de transparence allant au-delà de la réglementation, notamment sur la publication du portefeuille.	MOYEN: sur l'ISR, les critères ne sont pas suffisamment clairs pour déterminer leur niveau d'exigence.	MOYEN: Le code de transparence présente des exigences de transparence uniquement.	MOYEN: Le code de transparence présente des exigences de transparence uniquement.	Trop tôt	Trop tôt	Trop tôt
Instances consultatives associant professionnels et consommateurs / Inclusion d'un grand nombre de parties prenantes	Plutôt OUI: Avant le lancement du label, Novethic a consulté une quinzaine de sociétés de gestion adossées à des réseaux de distribution vers les particuliers (banque, assurance). Le comité d'experts compte par ailleurs un membre du FIR, un membre d'Eurosif, un représentant d'une association de consommateurs, un représentant de Finansol (qui labellise les fonds solidaires) et un membre de l'Association pour la transparence et l'étiquetage des produits financiers. Il a été proposé sans succès au CIES d'intégrer le comité, et une discussion est en cours avec l'AFG pour qu'elle rejoigne également le comité.	NON: Il n'existe pas d'instance de consultation.	MOYEN: L'AFG et le FIR se sont appuyés sur leurs membres respectifs, principalement des sociétés de gestion, pour concevoir le code de transparence.	MOYEN: Eurosif s'est appuyé sur ses membres, principalement des sociétés de gestion, pour concevoir le code de transparence.	Trop tôt	OUI: Dans le mode de fonctionnement de l'Afnor, qui s'est vérifié lors de la première initiative menée en 2008, l'association a consulté un grand nombre d'acteurs représentatifs de l'ISR en France, dont l'AFG et Novethic.	Trop tôt

Contrôle et sanctions

	Novethic	CIES	AFG-FIR	Eurosif	Ecocert	Afnor	AMF
Contrôle par tierce partie / existence d'un audit indépendant	OUI: Novethic vérifie la conformité des dossiers.	OUI: Le CIES vérifie la conformité des dossiers.	NON: Les réponses sont recensées sans audit.	EN COURS: Un processus d'audit des réponses par des organismes qui seront accrédités est en cours de mise en place.	OUI: Ecocert vérifie la conformité des dossiers.	OUI: L'Afnor vérifie la conformité des dossiers.	Trop tôt
Audit périodique / impromptu	OUI: Vérification semestrielle systématique, vérification impromptue possible.	OUI: Suivi périodique via les comités de suivi.	Pas d'audit	Trop tôt	?	?	Trop tôt
Règles d'interprétation claires	Plutôt OUI	?	Pas d'audit	Trop tôt	Trop tôt	Trop tôt	Trop tôt
Règles de sanction claires	OUI: retrait du label si les corrections attendues ne sont pas apportées sous un mois	?	Pas d'audit	Trop tôt	Trop tôt	Trop tôt	Trop tôt
Mise en garde écrite	OUI: un courrier électronique est envoyé à la société de gestion avec les corrections attendues	?	Pas d'audit	Trop tôt	Trop tôt	Trop tôt	Trop tôt
Retrait possible du label	OUI: si les corrections attendues ne sont pas apportées sous un mois	OUI	Pas d'audit	Trop tôt	Trop tôt	Trop tôt	Trop tôt

Communication

	Novethic	CIES	AFG-FIR	Eurosif	Ecocert	Afnor	AMF
Signe informatif apposé sur le produit	OUI: Les sociétés de gestion peuvent afficher le logo du label.	OUI: Les sociétés de gestion peuvent afficher le logo du label.	NON: Il n'existe pas de logo permettant de savoir qu'un fonds répond au code de transparence.	OUI: Un logo "Transparent" peut être affiché pour les fonds ayant répondu au code de transparence.	OUI: Dans le fonctionnement d'Ecocert, un logo est conçu pour distinguer les produits labellisés.	OUI: Dans le fonctionnement d'Afnor, un logo est conçu pour distinguer les produits labellisés.	Trop tôt
Transparence	OUI: Le règlement du label et la liste des fonds labellisés sont disponibles sur le site internet de Novethic, de même qu'une explication du processus de labellisation et une présentation du comité d'experts.	MOYEN: Le site internet du CIES présente la liste des produits labellisés et le cahier des charges du label, mais ce dernier n'est pas toujours explicite sur les critères de labellisation. De plus, le site internet, de l'aveu du CIES, devrait être mieux conçu.	OUI: Le questionnaire ainsi que la liste des répondants (et à terme leurs réponses?) sont disponibles sur les sites de l'AFG et du FIR.	OUI: Le questionnaire ainsi que la liste des répondants (et à terme leurs réponses?) sont disponibles sur le site d'Eurosif.	Trop tôt	Trop tôt	Trop tôt

Annexe 4 : Liste des entretiens effectués

Sociétés de gestion

- Dexia AM
- Groupama AM
- Ecofi Investissements
- Natixis AM
- Financière de Champlain
- Axa IM
- Macif Gestion
- Amundi

Réseaux de distribution

- Banque Populaire
- Caisse d'Épargne
- Caisses Régionales du Crédit Agricole

Organismes labellisateurs

- Novethic
- Comité Intersyndical de l'Épargne Salariale (CIES)
- Association Française de Gestion Financière (AFG)
- Eurosif
- Afnor
- Ecocert

Agences de notation extra-financière

- Vigeo

Investisseurs

- Établissement de retraite additionnelle de la fonction publique (ERAFP)
- Fonds de réserve des retraites (FRR)
- Norsys
- GDF-Suez

Autres

- Autorité des Marchés Financiers (AMF)

II. Concurrence stratégique entre labels : le cas de l'ISR en France

Ce chapitre propose une grille de lecture des interactions entre plusieurs labels qui coexistent sur un marché. Cette grille est novatrice de par son caractère généralisable, la littérature existante s'étant concentrée sur des marchés spécifiques. Des scénarios d'interaction sont conçus sur la base de trois variables : influence accrue d'un acteur ou influence partagée ; concurrence entre organismes ou collaboration ; implication ou non du régulateur. L'état de ces variables est affecté notamment par l'utilisation stratégique des labels par les organismes labellisateurs, qui découle d'une lecture néoclassique de leurs objectifs de maximisation du profit ou du bien-être social et peut revêtir plusieurs natures : préemption ou évitement de la régulation publique, contrôle d'un créneau spécifique du marché, lobbying, objectif réglementaire, objectif sociétal, objectif réputationnel et concurrentiel, ou encore objectif lucratif. Cette grille est utilisée pour observer trois marchés plus matures de façon rétrospective : commerce équitable, agriculture biologique, foresterie durable. Enfin, elle est appliquée à l'investissement socialement responsable (ISR), ce vise à clarifier une situation a priori confuse sur la base des facteurs précités, en permettant mieux comprendre les interactions qui sous-tendent ce marché et de proposer différents scénarios d'évolution possibles des initiatives en présence.

Introduction

L'objectif de ce chapitre est d'analyser la concurrence stratégique entre organismes promouvant des initiatives volontaire de signal de la qualité, afin de proposer des scénarios d'évolution de leurs interactions. Le cas du marché de l'investissement socialement responsable (ISR) sera traité en détail. Dans le reste de l'article, le terme « label » sera utilisé au sens large pour désigner des initiatives volontaires de signal de la qualité même s'il ne s'agit pas de labels stricto sensu, et le terme « organisme labellisateur » désignera de la même façon les organismes qui portent ces initiatives. En effet, dans le cas de l'ISR, des initiatives de différents types et à différents stades d'aboutissement coexistent : des labels, des outils de promotion de la transparence, des initiatives abouties, d'autres en projet…

L'analyse économique des labels ISR effectuée dans le chapitre précédent n'est pas suffisante pour expliquer le nombre d'initiatives et leurs interactions et pour prédire leurs évolutions. Le présent article a donc pour intérêt d'apporter un cadre institutionnel basé notamment sur le statut et les objectifs stratégiques des organismes labellisateurs, afin de proposer des scénarios d'évolution de ces initiatives. À notre connaissance, un tel exercice n'a pas été entrepris dans la littérature existante ; en revanche, l'analyse de l'historique des labels sur d'autres marchés, comme le commerce équitable (Poret 2010), l'agriculture biologique (Sylvander 1997, Brechet et Schieb-Bienfait 2006) ou encore la gestion durable des forêts (Gulbrandsen 2005), accréditent l'hypothèse de concurrence stratégique entre organismes labellisateurs, et justifient l'intérêt de la grille d'analyse proposée dans cet article.

Les organismes labellisateurs sont ainsi analysés à travers un prisme néoclassique, c'est-à-dire en tant qu'acteurs rationnels cherchant à maximiser leur profit ou le bien-être social. Ce cadre permet de définir des objectifs intermédiaires dans lesquels les labels interviennent en tant qu'outils : pour les acteurs cherchant à maximiser leur profit, l'autorégulation dans le but d'éviter ou de préempter une régulation publique future, le gain d'influence dans un but de contrôle d'un segment de marché ou de lobbying, l'objectif lucratif issu du processus de certification, et l'avantage réputationnel et concurrentiel tiré de la labellisation ; pour les acteurs cherchant à maximiser le bien-être social, le rôle réglementaire de l'organisme, l'objectif sociétal en lien avec la mission de l'organisme, et également le gain d'influence dans l'optique de contrôle et de lobbying.

Dans un second temps, les scénarios d'interaction sont construits. Tout d'abord, on justifie un biais en faveur d'une convergence des initiatives par l'effet de réseau (Farrell et Klamperer 2007, Shapiro et Varian 1998) qui favorise un nombre limité d'initiatives influentes puisque le bénéfice tiré du recours à un label augmente avec l'adhésion qu'il rencontre. Ensuite, on propose différents scénarios d'interaction entre organismes labellisateurs en fonction de trois variables : la collaboration ou la concurrence entre acteurs, l'existence ou l'absence d'un acteur dominant, et l'implication ou non du régulateur du secteur. Plusieurs facteurs permettant de favoriser un scénario ou un autre sont ensuite identifiés : la coexistence des motivations stratégiques telles que déterminées précédemment, le statut des organismes labellisateurs qui impacte leur

pérennité et leur influence, l'historique des relations entre organismes et avec le régulateur, la diffusion et la perception des labels au sein du marché.

Ces grilles liées aux objectifs stratégiques des acteurs et à leurs interactions sont ensuite appliquées aux trois marchés plus matures cités précédemment (commerce équitable, agriculture biologique, forêts gérées durablement), puis elles sont utilisées afin d'observer le marché ISR actuel et de suggérer des évolutions possibles. Les approfondissements et limitations de l'exercice sont décrits dans la conclusion.

1 Objectifs stratégiques des labels

En se plaçant dans le cadre néoclassique, on part du principe que les organismes labellisateurs sont des acteurs rationnels cherchant à maximiser leur profit ou le bien-être social, dépendamment de leur statut. Dans cette optique, les labels peuvent servir d'outils à des objectifs stratégiques visant in fine cette maximisation. Dans chacun des deux cas, on peut identifier plusieurs de ces objectifs « intermédiaires », en s'inspirant de marchés ayant connu l'existence de plusieurs labels. Il convient d'apporter quelques précisions à ce sujet : d'une part un acteur peut être concerné par plusieurs motivations et ne rentre pas nécessairement dans une case de façon complète ; d'autre part, les motivations sont déduites de l'analyse que nous faisons des acteurs et de la perception que nous en avons, mais elles ne peuvent de ce fait être affirmées irréfutablement ; enfin, elles peuvent aussi évoluer dans le temps pour un acteur donné.

1.1 Maximisation du profit

La maximisation du profit concerne généralement les entreprises du secteur, à titre individuel ou regroupées en association professionnelle, ou alors une entreprise tierce dont la certification est l'activité commerciale. Les labels peuvent alors servir les objectifs suivants :

1.1.1 Autorégulation et préemption

Afin d'éviter l'implication des autorités publiques et l'apparition d'une réglementation contraignante et coûteuse, les producteurs, à titre individuel ou regroupés en association professionnelle, peuvent afficher des règles de conduite allant au-delà de la réglementation en vigueur. Ces règles peuvent faire l'objet d'une vérification externe ou interne, ou simplement faire l'objet d'une communication. Fleckinger et Glachant (2009) situent les démarches de Responsabilité Sociale des Entreprises (RSE) et les accords volontaires sous cet angle. Ils analysent l'articulation entre pratiques de RSE, propres aux entreprises, et accords volontaires, qui impliquent le régulateur. Dans le cas des accords volontaires, les entreprises s'engagent devant l'autorité de régulation à atteindre un objectif environnemental allant au-delà des exigences réglementaires ; on peut penser que le régulateur s'engage implicitement, en contrepartie, à suspendre l'intervention publique dans les domaines couverts par l'accord. Ainsi, les engagements pris par les entreprises visent clairement à éviter une réglementation qui pourrait être plus stricte et donc à limiter leurs coûts, ce qui s'inscrit bien dans une démarche de maximisation du profit. Les démarches de RSE, contrairement aux accords volontaires,

sont purement unilatérales puisqu'elles n'impliquent aucune promesse, même implicite, du régulateur. Elles peuvent être vues comme un moyen d'améliorer la réputation des entreprises ou de viser des segments de marché, mais également comme un outil pour influencer les réglementations à venir, voire les éviter. En effet, le régulateur peut juger inopportun de s'impliquer, si son pouvoir de négociation est faible ou si le coût d'une démarche réglementaire dépasse le bénéfice attendu en matière d'amélioration environnementale ou sociale.

1.1.2 Réputation et avantage concurrentiel

Il existe également des démarches, souvent du fait de certaines entreprises plutôt que de l'ensemble d'un secteur, visant à améliorer la réputation de l'entreprise ou du produit, et à lui assurer un avantage concurrentiel par rapport aux produits non certifiés. Cet argument sert généralement à justifier l'utilisation d'un label par une entreprise, indépendamment de l'organisme qui le promeut, mais peut dans certains cas motiver sa promotion par cette même entreprise. Unilever a par exemple travaillé avec Rainforest Alliance, qui labellisait déjà d'autres types de produits, dans le but de faire certifier son thé Lipton. L'entreprise et l'ONG ont ainsi collaboré afin d'adapter la méthodologie de certification de Rainforest Alliance à la production du thé.

1.1.3 Influence et lobbying

Un organisme peut promouvoir son label afin de gagner de l'influence sur un marché donné. Cette influence peut lui servir par exemple à contrôler un segment de marché ou du moins à améliorer son rapport de force avec les autres parties prenantes, dans le but de promouvoir ses autres objectifs. Elle peut également lui servir dans ses démarches de lobbying avec les autorités publiques afin d'influencer les réglementations futures. Tozzi (2011) analyse ainsi les dispositifs de certification forestière comme des moyens d'action, pour les organismes certificateurs, sur la structuration du secteur et la définition des règles.

1.1.4 But lucratif

Certaines entités ont pour activité principale la certification. C'est le cas par exemple d'entreprises spécialisées dans l'audit, de cabinets de conseils, ou encore d'organismes accrédités comme Ecocert, spécialisé dans la certification à caractère environnemental et social. Si ces organismes ne sont en général pas à l'origine d'une démarche de labellisation, ils en accompagnent souvent l'élaboration à la demande d'acteurs du secteur, et tirent leur chiffre d'affaires du processus de certification qui en découle. Ecocert est par exemple accrédité pour la labellisation publique AB (agriculture biologique), et a également accompagné l'entreprise de grande distribution Carrefour pour le lancement d'un label privé portant à la fois sur les caractéristiques « agriculture biologique » et « commerce équitable » des produits.

1.2 Maximisation du bien-être social

Les acteurs cherchant à maximiser le bien-être social sont avant tout les acteurs publics (régulateur, État), mais aussi les associations ou les ONG dont le but n'est pas lucratif.

1.2.1 Rôle réglementaire

Les initiatives de certification ou de normalisation peuvent être portées par des organismes ayant un rôle de régulateur. L'association française de normalisation (Afnor) a ce rôle transversal à toutes les industries, puisqu'elle est en charge du pilotage des démarches visant à aboutir à une norme publique. Elle peut également intervenir pour aboutir à des schémas moins officiels comme des standards privés. Les normes ou standards peuvent également être pilotés par les régulateurs propres à chaque industrie. Ainsi, dans le secteur financier, les produits d'épargne collective (principalement les OPCVM - organismes de placement commun en valeurs mobilières) doivent répondre à certaines normes pour pouvoir être distribués à tout type d'investisseur, et nécessitent ainsi l'agrément du régulateur national, en France l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Ce rôle réglementaire peut cependant également être porté par des organismes non régulateurs, qui peuvent eux aussi viser à faire évoluer les critères de qualification des produits vers une norme reconnue. Dans tous ces cas, l'objectif est d'améliorer le fonctionnement du marché et de protéger les consommateurs, ce qui répond bien à des considérations de bien-être, au-delà des critères mêmes de certification.

1.2.2 Amélioration sociétale

Particulièrement sur les caractéristiques environnementales et sociales des produits, les démarches visant à favoriser des pratiques vertueuses allant au-delà de la réglementation sont souvent portées par des associations et organisations non gouvernementales (ONG) pour des raisons « idéologiques » liées à la vocation de ces organismes. Les exemples ne manquent pas, et on pourra citer par exemple le label Max Havelaar pour le commerce équitable, le label FSC pour les produits issus de forêts gérées durablement, ou encore le label Rainforest Alliance portant sur les caractéristiques de production équitables et responsables. En complément de l'objectif réglementaire cité plus haut, il s'agit là de maximiser le bien-être social directement à travers les critères de certification, et non par le simple fait de définir des standards afin d'améliorer le marché.

1.2.3 Influence et lobbying

De la même façon qu'un organisme représentant des producteurs peut utiliser l'influence gagnée par le succès de son label dans le but ultime de maximiser leur profit, un organisme défendant d'autres intérêts peut viser la maximisation du bien-être social, ce qui peut également passer par du lobbying. L'exemple de la certification forestière mentionné plus haut est également illustratif puisque par exemple en Suède, les deux principaux programmes de certification représentent d'un côté les producteurs avec leurs objectifs de profit et de l'autre des acteurs de la société civile avec leurs objectifs sociétaux (Gulbrandsen 2005).

2 Évolution des labels

Sur un marché où coexistent plusieurs labels, on s'intéresse aux interactions entre ces initiatives ainsi qu'à leurs évolutions possibles. Dans un premier temps, on justifie un parti pris en faveur d'une collaboration et d'une convergence entre labels, avant de

présenter différents scénarios d'interaction suivant la concurrence ou la coopération entre organismes et suivant l'influence partagée entre labels ou la domination de l'un d'entre eux. Enfin on présente certains facteurs qui peuvent favoriser un scénario par rapport à un autre.

2.1 Avantages et inconvénients d'une convergence

Dans cette thèse, on considère qu'une multiplication de labels sur un même type de produit est une situation qui n'est ni stable, ni souhaitable, pour plusieurs raisons.

La première raison est la confusion que plusieurs labels peuvent engendrer auprès des consommateurs ; un argument repris à la fois par les professionnels de l'ISR interrogés et par la littérature relative à la concurrence entre labels (voir par exemple Van Amstel et al 2006, Gulbrandsen 2005), qui pointe notamment le rôle des pouvoirs publics afin d'encourager une convergence des initiatives et une réduction de leur nombre dans le but d'augmenter leur crédibilité et la prime des produits labellisés.

En outre, la participation des producteurs à plusieurs labels engendre des coûts additionnels tout en réduisant les bénéfices escomptés. Concernant les coûts, les mesures de mise en conformité diffèrent d'un label à un autre et demandent donc des ressources supplémentaires, et la demande de label est généralement assortie de frais de dossier. Concernant les bénéfices, on peut supposer un effet de réseau (Farrel et Klemperer 2007, Shapiro et Varian 1998) relatif à l'adhésion à un label : plus un label est utilisé par des producteurs, plus il est reconnu et plus le bénéfice tiré par les producteurs est important, et plus il est attirant pour de nouveaux producteurs ; à l'inverse, un marché fractionné entre plusieurs labels les affaiblit tous.

Enfin, la question de l'effet de réseau et des coûts de changement (Farrel et Klemperer 2007, Shapiro et Varian 1998) intervient également pour limiter l'apparition de nouvelles initiatives : l'adhésion à une nouvelle initiative représente des coûts de changement pour les producteurs puisqu'ils doivent s'adapter à de nouvelles exigences, alors que le fait d'être conforme à une initiative existante engendre au fil du temps des ajustements à la marge. Le nombre d'initiatives n'est donc en tout cas pas amené à augmenter et, au vu des arguments précédents, devrait au contraire diminuer.

Certains facteurs pourraient cependant jouer en faveur d'un maintien d'un grand nombre d'initiatives. Les producteurs peuvent en effet souhaiter cette multiplicité pour que les labels restent faibles ; cela leur permet de rester en position de force dans leurs rapports avec les organismes labellisateurs et donc d'influencer leurs labels afin par exemple d'en limiter les exigences et d'éviter l'émergence d'un consensus et d'une norme contraignante. Cela répond cependant à leurs objectifs individuels et non à un objectif de bien-être social et d'efficacité du marché. D'autre part, plusieurs initiatives peuvent se maintenir en cas de différenciation verticale (sur la rigueur des exigences) ou horizontale (sur le type de caractéristiques ou les segments de marché), même si les arguments en faveur d'une convergence subsistent.

2.2 Scénarios d'interaction

On analyse les interactions entre organismes labellisateurs selon deux dimensions :

- La concurrence ou la coopération entre eux.
- La domination d'un acteur ou l'influence partagée entre les initiatives.

En combinant ces dimensions, on obtient une grille présentant quatre scénarios d'interaction entre les organismes labellisateurs :

Tableau 1 – Scénarios d'interaction entre les organismes labellisateurs

	Collaboration	**Concurrence**
Influence partagée	Convergence des initiatives si elles sont au même niveau, imbrication et spécialisation si elles sont de différents types ou sur différents segments	Affaiblissement de l'ensemble des labels
Influence accrue d'un acteur	Domination d'un label, absorption ou spécialisation des autres	Domination d'un label, disparition ou spécialisation des autres

On peut voir chacune des cases de ce tableau comme un état statique, qui peut être plus ou moins stable, et qui peut évoluer vers un autre état. Analysons chacun de ces scénarios en matière de stabilité et d'objectifs des acteurs, en s'appuyant notamment sur la littérature liée aux réseaux et aux coalitions (voir Bloch et Dutta 2010). On considèrera un scénario instable si sa réalisation pousse les acteurs concernés à modifier leur comportement et viser un autre scénario, ou si elle incite le régulateur à intervenir.

2.2.1 Cas 1 : Influence partagée et collaboration

En l'absence d'une initiative dominante qui pourrait s'imposer face aux autres, les organismes peuvent faire le choix de collaborer afin de progresser dans la réalisation de leurs objectifs individuels. Ce choix peut par exemple se justifier par une réduction des coûts de fonctionnement des parties qui choisissent de collaborer ; il peut aussi être encouragé par une meilleure réalisation des objectifs stratégiques, même si cela peut engendrer des compromis à la manière des alliances de partis politiques ; enfin, une collaboration existante entre certains acteurs peut entrainer les autres acteurs à se joindre à cette collaboration pour éviter d'être ostracisés, ce qui engendrerait à la fois un coût et une perte de bénéfice potentiel.

La collaboration entre labels ayant une influence équivalente peut se manifester par une convergence voire une fusion des initiatives, ou encore par une spécialisation de chaque label sur un segment de critères ou un segment de produits. Ce scénario est relativement stable dans la mesure où il conduit à une rationalisation des initiatives existantes et in fine à une réduction de leur nombre. En matière d'utilités individuelles, il permet aux acteurs ayant collaboré de pérenniser leur présence et de remplir une partie

de leurs objectifs, même si une telle collaboration implique généralement des compromis entre les différentes parties en matière de contrôle du processus de labellisation et d'exigence des critères, ce qui peut limiter la réalisation de leurs objectifs. Cette situation semble cependant préférable au cas 2 décrit ci-après.

2.2.2 Cas 2 : Influence partagée et concurrence

Une situation où les labels sont en concurrence sans que l'un d'entre eux ne domine les autres est dommageable pour l'ensemble de ces initiatives et potentiellement pour le marché des produits concernés. En effet, on a vu qu'une fragmentation du marché entre plusieurs labels augmentait les coûts et réduisait les bénéfices d'adhésion pour les producteurs. L'incitation à participer à ces labels est donc faible, ce qui limite la réalisation de leurs objectifs généralement tributaire d'une adhésion forte. L'affaiblissement de l'ensemble des labels peut in fine conduire à leur disparition, ce qui n'est pas une situation souhaitable si l'on considère que la certification joue un rôle dans l'amélioration de l'efficacité du marché (voir chapitre précédent). Cette situation est instable, ce qui peut engendrer une évolution vers un autre scénario parmi ceux présentés, comme par exemple une collaboration rendue nécessaire par le coût trop important de la concurrence (cas 1) ou le renforcement d'un acteur au détriment des autres (cas 4).

2.2.3 Cas 3 : Domination d'un acteur et collaboration

Si un acteur domine, on peut s'interroger sur l'intérêt pour lui de collaborer avec les autres organismes plutôt que de s'imposer seul sur le marché. Cela est cependant envisageable si l'acteur dominant a une influence supérieure mais pas déterminante. Il peut donc trouver un intérêt à collaborer avec les autres initiatives, mais à la différence du cas 2, il aura un poids supérieur dans les négociations. Pour les acteurs plus faibles, la collaboration sera de toute façon souhaitable, même s'ils peuvent tenter d'y résister afin de modifier le rapport de force en leur faveur. Ce scénario de collaboration peut conduire à des résultats proches du cas 1, avec un biais en faveur de l'acteur dominant qui peut par exemple obtenir en échange de certaines concessions la sortie des autres acteurs, leur spécialisation sur un autre segment, ou encore leur absorption. En matière d'accomplissement des objectifs stratégiques, l'acteur dominant est évidemment privilégié, et les autres acteurs font le choix de la collaboration pour « limiter les dégâts » et obtenir ces concessions plutôt que de ne rien obtenir du tout.

2.2.4 Cas 4 : Domination d'un acteur et concurrence

Les conséquences de ce dernier cas dépendent du degré de domination de l'acteur influent. Si sa domination est incertaine, les autres acteurs peuvent choisir la concurrence afin de l'affaiblir et d'améliorer leur position ; on peut soit évoluer vers le cas 2, soit vers un renforcement de l'acteur dominant. Dans ce cas, ou si sa domination est initialement forte, c'est lui qui peut choisir de ne pas collaborer car les bénéfices tirés ne seraient pas intéressants. Il peut alors s'imposer complètement et entrainer une disparition ou une spécialisation des autres acteurs. En matière d'objectifs stratégiques, ce scénario est stable et bénéficie évidemment à l'acteur dominant.

2.2.5 Implication du régulateur

Comme précisé plus haut, le régulateur peut décider d'intervenir dans ces interactions entre labels, généralement :

- à la demande d'un ou plusieurs acteurs
- en cas de concurrence accrue et d'affaiblissement généralisé des labels qui pourrait être néfaste au marché des produits concernés (cas 2)
- pour confirmer une situation stable (émergence d'un seul label ou collaboration entre les organismes) ; dans ce cas il peut choisir de s'impliquer ou de laisser faire.

Dans tous les cas, l'intervention du régulateur répond à un impératif de maximisation du bien-être. Si le coût de son intervention se justifie par un bénéfice (amélioration du marché, protection des consommateurs, etc.) suffisant, il choisira d'intervenir. Il pourra en revanche s'abstenir si la régulation privée fonctionne, ou si les labels s'affaiblissent mais le marché n'est pas suffisamment important (taille ou impact sociétal) pour justifier un coût d'intervention.

2.3 Facteurs d'influence

Sans avoir la prétention de pouvoir déterminer précisément l'évolution d'un marché, on peut identifier certains facteurs qui peuvent favoriser l'un ou l'autre de ces scénarios.

2.3.1 Les objectifs stratégiques des organismes

La collaboration entre les organismes peut être rendue difficile par des objectifs contradictoires. En effet, ces objectifs peuvent avoir des conséquences sur la rigueur, le contrôle et le périmètre. Par rigueur, on entend le niveau d'exigence des critères de labellisation. Par contrôle, on entend l'influence que l'organisme veut conserver dans le pilotage de l'initiative, que ce soit dans la définition des critères ou dans le processus de certification lui-même. Enfin par périmètre, on entend le segment de produits concernés par la labellisation. Les tableaux suivants détaillent les conséquences de chaque objectif ainsi que les contradictions possibles entre objectifs.

Tableau 2 – Impact des objectifs des organismes labellisateurs sur leurs labels

Maximisation	Objectif	Rigueur	Contrôle	Périmètre
Profit	Autorégulation et préemption	La plus faible possible pour ne pas contraindre les producteurs, mais suffisante pour satisfaire le régulateur	Fort afin d'assurer l'équilibre décrit dans la colonne « rigueur »	Selon le marché concerné par les objectifs du promoteur
Profit	Réputationnel et concurrentiel	Suffisante, au moins en apparence, afin de distinguer les produits labellisés des autres, mais pas trop contraignante.	Fort afin d'assurer l'équilibre de la rigueur.	Selon le marché concerné.

Maximisation	Objectif	Rigueur	Contrôle	Périmètre
Profit	Influence et lobbying	Compromis entre acceptabilité par les producteurs (rigueur faible) et crédibilité (rigueur forte)	Fort afin d'assurer l'équilibre de la rigueur, et surtout afin d'assurer l'influence du promoteur	Selon le marché concerné par les objectifs du promoteur
Profit	Lucratif	Indifférent, mais plutôt faible afin d'assurer l'acceptabilité par les producteurs	Sur le processus de certification, mais indifférent sur les critères tant que le marché existe.	Indifférent, tant qu'un marché existe, mais de préférence le plus large possible.
Bien-être	Réglementaire	Généralement faible afin de satisfaire toutes les parties, mais seuil minimum d'acceptabilité pour la même raison.	Fort dans l'application mais ouvert à consultation par nécessité d'acceptabilité.	Indifférent, mais de préférence le plus large possible.
Bien-être	Sociétal	Généralement forte de par la vocation du label, mais limitée par le souci d'acceptabilité par les producteurs.	Fort afin d'assurer la rigueur minimale nécessaire.	Le plus large possible afin de maximiser l'impact sociétal.
Bien-être	Influence et lobbying	Compromis entre acceptabilité par les producteurs (rigueur faible) et crédibilité (rigueur forte)	Fort afin d'assurer l'équilibre de la rigueur, et surtout afin d'assurer l'influence du promoteur	Selon le marché concerné par les objectifs du promoteur

Ce tableau montre que, selon les objectifs des organismes labellisateurs, les exigences de leurs initiatives seront plus ou moins élevées, et le contrôle qu'ils souhaiteront effectuer sur ces critères ou sur le processus de vérification plus ou moins fort. Enfin, si le périmètre sur lequel ils souhaiteront positionner leur initiative est variable, il est souvent le plus large possible. Cela peut donc conduire à des oppositions potentielles sur les deux premiers points (rigueur et contrôle), pour peu que les périmètres choisis se superposent. En effet, si les organismes se positionnent sur des segments distincts, il n'y a pas de raison qu'ils rentrent en concurrence. Le Tableau 3 tente de croiser les motivations en présentant celles qui présenteraient le plus de risques d'opposition, du fait de souhait de contrôle fort dans les deux cas, ou encore de rigueur très différente.

Tableau 3 – Impact des objectifs stratégiques des labellisateurs sur leurs relations

	Autorégulation et préemption	Influence et lobbying	Lucratif	Réglementaire	Sociétal	Réputationnel et concurrentiel
Autorégulation et préemption		x		xxx	xxx	x
Influence et lobbying		x		x	x	x
Lucratif						
Réglementaire					x	x
Sociétal						
Réputationnel et concurrentiel						

Les principales incompatibilités entre différents objectifs viennent de la rigueur variable des critères choisis, ainsi que du contrôle que l'organisme qui porte l'initiative veut exercer afin d'arriver à cet objectif. En revanche, si les périmètres considérés sont différents, cela peut réduire la concurrence entre initiatives et permettre, à défaut d'une collaboration, une cohabitation. On sera alors dans une segmentation du marché. L'objectif qui pose le moins de problème de compatibilité avec d'autres est l'objectif lucratif, car il peut s'accommoder des différents niveaux de rigueur et de contrôle requis par les autres objectifs, tant que l'organisme ayant cet objectif assure le processus de certification et est rémunéré pour (il peut cependant viser des exigences plus faibles afin d'élargir la base des produits à certifier et donc son chiffre d'affaires). En revanche, certains groupes d'objectifs semblent assez difficile à concilier : l'autorégulation et le sociétal car ils appellent des rigueurs de critères très différentes et un contrôle fort ; l'autorégulation et les objectifs réglementaires puisque par nature ces objectifs sont contradictoires ; pour ce qui est de l'influence et lobbying, la compatibilité avec d'autres objectifs dépend du thème de lobbying ou d'influence choisi, qui peut être très divers : la collaboration (ou la cohabitation) est possible tant qu'il n'est pas contradictoire avec ces autres objectifs (par exemple le lobbying peut viser à accroître la régulation, ce qui le mettrait en ligne avec des objectifs réglementaires mais en confrontation avec les objectifs d'autorégulation ; tout comme il peut viser à instaurer des pratiques plus vertueuses ce qui le mettrait en ligne avec des objectifs sociétaux ; si deux organismes ont des objectifs d'influence différents, ils peuvent entrer en concurrence car ils refuseraient de partager le contrôle d'une initiative commune ; etc.).

2.3.2 Le statut des organismes labellisateurs

Le statut des organismes qui portent des initiatives de signal de la qualité impacte évidemment leurs objectifs stratégiques comme précisé plus haut, mais également leur pérennité et leur influence relative.

Par exemple, une association professionnelle ou un régulateur (sectoriel ou non) sont souvent des acteurs incontournables, de par leur statut pérenne, le pouvoir qu'ils ont (représentation des producteurs pour l'un, pouvoir réglementaire pour l'autre) et donc l'autorité de leurs prises de position. Ce pouvoir est cependant limité par certains facteurs, dans le cas de l'association professionnelle par son manque d'indépendance, et dans le cas du régulateur par les actions de lobbying de l'industrie ou de tierces parties.

Une ONG ou une association ont un statut moins fort, mais peuvent gagner en légitimité par leur antériorité et leur expertise sur le sujet ainsi que leur taille et leur réputation, autant d'éléments qui leur confèrent un pouvoir de communication et donc de nuisance dont les autres acteurs du marché doivent tenir compte. Il faut aussi noter que certaines ONG sont par identité dans une posture de confrontation alors que d'autres sont plus naturellement dans une posture de collaboration (on citera par exemple respectivement Greenpeace et WWF sur le thème de l'environnement).

D'autres exemples d'acteurs, comme des syndicats, peuvent aussi tirer parti de leur statut pour renforcer leur position parmi les différentes initiatives de labellisation.

En fin de compte, ces facteurs jouent un rôle dans le fait que les organismes labellisateurs aient des influences équivalentes ou au contraire qu'un acteur puisse devenir dominant au détriment des autres, ce qui conduirait à les marginaliser voire les éliminer du marché si c'est possible.

2.3.3 Historique des relations

L'historique des relations entre les organismes labellisateurs peut jouer un rôle dans leur disposition à collaborer ou non. Même si ces relations sont souvent définies par les objectifs des uns et des autres, il arrive qu'elles se réchauffent ou se tendent suite à des initiatives de dialogue ou à des conflits de personnes. Des confrontations permanentes réduisent ainsi les chances de collaboration, alors que des collaborations sur des projets communs menés par le passé peuvent améliorer ces chances.

2.3.4 Diffusion et perception des labels

La diffusion et la perception d'un label renforcent l'influence d'un organisme : si le label qu'il promeut est largement adopté dans le secteur et qu'il est perçu positivement, il sera mieux positionné vis-à-vis des autres.

2.3.5 Étendue d'une définition commune

La collaboration peut être d'autant plus facile qu'il existe un consensus large sur la définition des concepts à labelliser.

2.3.6 Élaboration des scénarios

Sur la base de ces éléments, on peut synthétiser pour chaque variable les éléments qui favoriseraient un état par rapport à un autre.

- Influence accrue d'un acteur :
    - Statut dominant : un acteur peut être influent du fait de son statut, par exemple s'il s'agit d'une autorité publique, d'une association professionnelle, d'un organisme international, ou encore d'un syndicat.
    - Antériorité et expertise : l'ancienneté d'un organisme sur un marché et l'expertise qu'il peut avoir développée au fil du temps sont des facteurs renforçant sa légitimité, et donc son influence.
    - Diffusion et perception positive de son label : si un label est largement adopté et perçu positivement par les acteurs du marché, c'est indéniablement un point fort pour l'organisme qui porte ce label.
- Influence partagée :
    - Si aucun acteur ne se distingue sur les trois points précédents : l'absence d'organisme présentant une des trois caractéristiques d'influence présentées ci-dessus fait que les organismes présents sur un marché ont une influence partagée et faible ; ou si ces points se neutralisent car ils concernent plusieurs acteurs : si au contraire plusieurs organismes présentent certaines de ces caractéristiques, elles peuvent s'équilibrer et conduire à une influence partagée mais forte.
- Concurrence :
    - Opposition des objectifs concernant la rigueur des critères : si les objectifs stratégiques des organismes les conduisent à avoir des exigences très différentes, cela renforce la concurrence entre eux.
    - Opposition des objectifs concernant le contrôle à conserver : de même, si les objectifs entrainent des besoins de contrôle fort pour plusieurs acteurs, la collaboration est rendue difficile puisqu'elle implique des concessions sur le contrôle des initiatives.
    - Existence d'organismes naturellement peu enclins à collaborer : certains organismes sont par nature réticents à collaborer ; c'est le cas de certaines ONG qui ont fait le choix d'être dans une posture de confrontation, alors que d'autres font au contraire le choix de la coopération. On peut citer par exemple Greenpeace et WWF respectivement pour ces deux cas de figure.
    - Relations historiquement tendues : des conflits passés entre organismes créent des tensions qui compliquent une éventuelle collaboration entre eux.
- Collaboration ou non concurrence :
    - Si les acteurs sont positionnés sur des créneaux différents : si les périmètres choisis par deux organismes sont distincts, ils n'ont pas de raison de rentrer en concurrence, mais pourront cohabiter à défaut de collaborer.
    - Si les quatre obstacles mentionnés ci-dessus sont suffisamment faibles
    - Si les acteurs sont contraints de collaborer car la concurrence les empêche tous d'atteindre leurs objectifs

3 Le cas d'autres marchés

Avant de s'intéresser à l'ISR, on peut tenter d'observer à travers cette grille des marchés matures sur lesquels plusieurs initiatives de labellisation coexistent ou ont coexisté : le commerce équitable, l'agriculture biologique, et la gestion durable des forêts.

3.1 Commerce équitable

L'évolution des labels sur le marché du commerce équitable est notamment décrite par Poret (2007 et 2010). Les premiers acteurs à s'être intéressés au concept sont des ONG et associations, avec un but clairement sociétal de réduction de la pauvreté et de changement des règles du commerce international. Le premier label, Max Havelaar, a ainsi été créé en 1988 au Pays-Bas par un prêtre et une ONG. Au cours des années suivantes, des labels semblables ont été créés dans d'autres pays européens, par des acteurs de même type. La convergence des objectifs sociétaux et la spécialisation de chaque acteur sur son marché national a, si on se base sur notre grille, réduit la probabilité d'une concurrence entre ces acteurs et leur a permis de collaborer : ils se sont ainsi regroupés en 1997 au sein de FLO (Fairtrade Labelling Organisations). L'année suivante, une nouvelle convergence s'est faite, pour les mêmes raisons, entre les principaux organismes internationaux du commerce équitable. D'autant plus que l'intégration du concept dans le mouvement du développement durable a permis de diffuser les préoccupations qui l'ont motivé, à savoir le déséquilibre des relations commerciales. Pour situer cela dans le cadre de nos scénarios, on est initialement dans le cas 1 d'influence partagée et collaboration, qui conduit à une convergence des initiatives.

Cependant, une opposition existe entre les deux filières du commerce équitable : la filière labellisée, qui vise une diffusion large des produits, et la filière intégrée qui s'oppose par nature à la grande distribution jugée non éthique. En se référant à notre grille (voir Tableau 2), on a ainsi une opposition au sein des objectifs sociétaux entre les partisans d'une critériologie très stricte et ceux d'une diffusion plus large, un compromis étant nécessaire entre ces deux dimensions. Cela dit, c'est la filière labellisée qui, ayant misé sur la grande distribution, domine le marché en matière de ventes. De plus en France, le label Max Havelaar est relativement connu, un Français sur trois disant le connaître (au milieu des années 2000). Enfin, le label est important pour vendre ces produits puisqu'il est le premier attribut pour 51% des personnes (De Pelsmacker et al. 2005). On se situe là dans le cas 4 où un acteur domine et où il y a concurrence : cela conduit l'autre acteur (la filière intégrée) à se spécialiser sur un segment restreint.

Pour les distributeurs, la problématique est différente, puisque leur objectif est la maximisation du profit, à travers un impact réputationnel et concurrentiel. Outre la distribution de produits labellisés existants, ils se sont lancés dans la labellisation de leurs marques de distributeurs par ces organismes (Monoprix et Max Havelaar) mais aussi dans la création d'autres labels (en 2002 Carrefour et le label Bio Équitable en collaboration avec une association privée et Ecocert). Une initiative contestée par Max Havelaar, qui considérait que les exigences Bio fermaient la porte aux producteurs les

plus pauvres. On peut également citer l'objectif lucratif d'Ecocert, dont le métier est la certification.

Enfin certaines entreprises se lancent également dans des démarches de certification. On peut citer Starbucks, mais aussi l'exemple d'Unilever, également décrit par Poret (2010), où cette entreprise s'est associée à l'ONG Rainforest Alliance pour labelliser la production du thé Lipton. Le but est clairement réputationnel et concurrentiel afin de distinguer ce produit, et le choix d'une certification « sur mesure » vise à conserver un certain contrôle sur les exigences et le déroulement du processus, avec la caution de l'ONG qui y voit un impact sociétal.

Dans ce contexte de multiplication des labels, Max Havelaar mise sur sa notoriété et sa diffusion, les distributeurs sur leur contrôle de la distribution ; on passe donc au cas 2 de nos scénarios, avec concurrence et équilibre des influences, même si Max Havelaar semble l'acteur le plus influent. Comme on a vu que cette situation était dommageable, cela justifie à partir de 2002 l'implication du régulateur (l'État français via Afnor) face au risque de confusion chez les consommateurs. Ces démarches aboutissent à un texte de référence mais pas (encore) à une norme permettant l'adoption d'un label unique public. En cause notamment, la difficulté d'aboutir à une définition commune suffisamment large : le débat a par exemple porté sur la normalisation des produits versus la normalisation des organisations, et plus largement le fait que le commerce équitable porte sur les échanges commerciaux et non sur les capacités physiques des produits a compliqué l'accord sur la définition de normes. Les efforts se poursuivent cependant en ce sens. In fine, le résultat reste une certaine influence du label Max Havelaar, et une spécialisation des autres labels (Bioéquitable, Rainforest Alliance). On a donc une situation de label dominant et de segmentation verticale des autres labels sur des caractéristiques additionnelles.

Ce cas illustre la progression dynamique entre différents scénarios : apparition d'initiatives d'influence comparable, collaboration et émergence d'une initiative (cas 1) ; puis concurrence entre initiatives de même influence (cas 2), une situation instable qui justifie d'une part l'intervention du régulateur et d'autre part évolue vers la domination d'une de ces initiatives ; ce qui conduit au cas 4 avec spécialisation des autres initiatives.

3.2 Agriculture biologique

Brechet et Schieb-Bienfait (2006) ainsi que Sylvander (1997) décrivent les débuts de l'agriculture biologique en France comme portés par une multitude de petits acteurs assez hétérogènes : agriculteurs, médecins, consommateurs, intellectuels, etc., regroupés en organismes gestionnaires de mentions, tels que Nature et Progrès, Demeter, Terre et Vie, UNIA. L'augmentation de la demande pour ces produits au début des années 1980 conduit cependant à une désorganisation du secteur par l'apparition de comportements opportunistes, ce qui motive l'État à s'impliquer. Le contexte est en effet celui de petits acteurs qui ont tous une influence limitée et peinent à collaborer (cas 2), plutôt par manque de structure de collaboration que par opposition idéologique. Face à l'affaiblissement de ces initiatives et au risque de fraude sur ce marché, le ministère de l'agriculture lance en 1980 une commission regroupant aussi bien des industriels fabriquant des engrais et des produits de traitement que les divers courants de

l'agriculture biologique cités plus haut. La collaboration est facilitée par le fait que le régulateur a une influence forte, et que la définition des caractéristiques de l'agriculture biologique est plus facile que pour le commerce équitable par exemple, puisqu'elle porte sur les techniques de production. Le résultat atteint in fine est un label public basé sur la norme AB et transposé au niveau européen. À côté, des labels beaucoup plus restreints subsistent grâce à leur spécialisation verticale sur des caractéristiques additionnelles (Bioéquitable, Demeter, Bio Cohérence, etc.), d'autant plus que le label européen, qui remplace le label AB fin 2011, a des exigences plus faibles que celui-ci et jugées insuffisantes par ces acteurs.

On peut là aussi illustrer des évolutions au sein de notre tableau de scénarios : d'une situation initiale dommageable avec des labels d'influence comparable qui ne collaborent pas (cas 2), on passe à travers l'intervention du régulateur à une convergence (cas 1) et l'émergence d'un label fort, aux côtés duquel apparaissent des labels concurrents moins influents et plus spécialisés (cas 4).

3.3 Gestion durable des forêts

Gulbrandsen (2005) analyse la labellisation des pratiques de gestion durable des forêts en Suède. En 1993, en l'absence d'accord multilatéral visant à protéger les forêts dans le monde, le Forest Stewardship Council (FSC) est créé sous l'impulsion du WWF et d'autres groupes environnementaux, de négociants en bois, de défenseurs des droits indigènes et d'associations des travailleurs du secteur. L'objectif de ce groupement dominé par ONG et associations est avant tout sociétal, puisqu'il vise une gestion durable des forêts à la fois d'un point de vue environnemental et social. Cela s'est traduit par des exigences poussées, ce qui a conduit les propriétaires de forêts et les industriels, qui avaient participés aux travaux préliminaires de FSC, à se rassembler sous un objectif de maximisation de leur profit et à lancer des programmes de certification concurrents, comme le PEFC, avec des standards plus souples car motivés par des objectifs d'autorégulation, d'évitement de la régulation.

En matière d'influence, les deux groupes ont des arguments à faire valoir : FSC a dès son lancement une large couverture puisque près de la moitié de la surface forestière en Suède est labellisée, et il regroupe diverses parties prenantes ce qui accroît sa représentativité ; en face, PEFC tire son pouvoir du fait qu'il représente les industriels. Les deux initiatives collaborent avec les pouvoirs publics afin d'augmenter leur légitimité. On est selon notre tableau de scénarios dans le cas 2 d'influence partagée et de concurrence.

Les obstacles à la collaboration entre ces deux initiatives résident dans les exigences différentes, et notamment dans le fait que FSC se focalise sur des critères de performance alors que PEFC s'intéresse à des critères de processus. Cependant, à la fois les compagnies certifiées et les pouvoirs publics poussent à une convergence des deux initiatives, dans le but d'éviter de la confusion de la part des consommateurs et un affaiblissement des deux labels, ce qui rejoint notre analyse de l'instabilité de ce scénario 2. En se basant sur notre grille, l'influence partagée des deux initiatives ainsi que la pression des pouvoirs publics ont poussé les acteurs à collaborer (et donc évoluer vers le cas 1) ; les deux initiatives ont été en partie harmonisées afin de viser une équivalence.

Cependant, des obstacles à une convergence totale subsistent toujours, du fait de l'opposition entre les objectifs sociétaux de certaines parties prenantes de FSC, qui tirent les exigences vers le haut, et les objectifs commerciaux de PEFC qui tendent à les tirer vers le bas. In fine, Gulbrandsen constate que l'interaction de ces deux initiatives privées, sous l'œil attentif de l'autorité publique, a quand même permis une convergence assez poussée, FSC s'ajustant pour mieux accommoder les besoins des professionnels, et PEFC renforçant ses exigences afin d'augmenter sa crédibilité sur le marché (et sans doute également vis-à-vis du régulateur).

4 Le cas de l'ISR

Le marché de l'ISR a été de théâtre, depuis le début des années 2000, de réflexions autour de différentes initiatives visant à signaler la qualité des produits, que nous appellerons au sens large labels. Les organismes qui les portent, ainsi que l'historique de leur développement, sont présentés dans l'introduction de cette thèse. Nous tenterons d'analyser ce phénomène au regard de la grille développée plus haut. Dans un premier temps, les objectifs stratégiques des organismes présents sur ce marché seront analysés, puis on étudiera les facteurs pouvant favoriser un scénario, avant de présenter les différents scénarios d'interaction des initiatives présentes sur ce marché.

L'état actuel du marché est le suivant : des initiatives relativement récentes (lancées entre 2002 et 2009) voire pas lancées du tout (Afnor et Ecocert), des labels stricto sensu (Novethic, CIES) mais pas sur le même segment (fonds ISR grand public, épargne salariale) ou des initiatives de transparence (AFG-FIR, Eurosif), une situation pas encore stabilisée mêlant collaboration et concurrence, et un régulateur pour l'instant peu voire pas impliqué. Sur la base de cet état actuel transitoire, on analyse les scénarios d'évolution possibles selon les deux paramètres d'influence et de concurrence, l'implication du régulateur intervenant dans un second temps.

4.1 Positionnement des organismes labellisateurs

Les motivations stratégiques des organismes labellisateurs dépendent de leur statut, de leur mission et de leurs objectifs, ainsi que du segment de marché sur lequel ils sont actifs. Cette partie présente les objectifs stratégiques de chacun des organismes présents sur l'ISR, qui découlent de leur mission de maximisation du profit ou du bien-être.

4.1.1 Novethic : sociétal et réglementaire

Novethic a un rôle qui semble à cheval entre celui d'une ONG désirant promouvoir l'ISR, et celui d'un régulateur voulant contribuer à définir les concepts et les évolutions afférents à ce marché. Le label ISR Novethic a ainsi un double rôle, celui de faciliter la distribution des produits ISR à destination des particuliers et celui d'apporter un début de normalisation autour d'une définition minimale de l'ISR et des exigences de transparence qu'il implique. Ce double rôle est aidé par le statut particulier de Novethic : filiale de la Caisse des Dépôts à but non lucratif, l'organisme regroupe un média expert sur le développement durable et un centre de recherche spécialisé sur l'ISR dont

l'objectif affiché est la promotion de l'ISR. Il ne vise donc pas la maximisation de son profit mais celle du bien-être social, partant du principe que l'ISR est bénéfique et que ce marché doit être soutenu. On pourrait voir le travail de Novethic comme de l'autorégulation ou en tout cas de la régulation privée en l'absence d'implication du régulateur, mais celle-ci est « neutre » : elle ne vise pas à éviter cette implication (contrairement aux cas courants d'autorégulation), ni à l'encourager.

4.1.2 CIES : contrôle et lobbying, sociétal

Le Comité Intersyndical de l'Épargne Salariale, regroupement de syndicats, a été créé spécifiquement pour lancer son label, réservé aux gammes d'épargne salariale ISR, dans le but de permettre l'émergence d'une offre d'épargne salariale avantageuse pour les salariés, suite à l'adoption de la loi Fabius en 2001 qui a notamment permis de développer les dispositifs d'épargne salariale et de les étendre aux PME. L'objectif affiché du label est d'acquérir le plus d'influence et de contrôle sur ce segment de produits financiers, en vue de négocier des conditions avantageuses, de peser sur les évolutions législatives, et d'utiliser les encours labellisés comme levier pour des pratiques d'actionnariat actif. Toutes ces actions entrent dans la mission syndicale de défendre les intérêts des salariés. L'aspect ISR s'inscrit dans cette mission, en complément des objectifs cités. Toujours est-il qu'en plus de l'objectif sociétal lié à la protection des salariés et à la promotion des critères sociaux, on retrouve l'objectif stratégique de contrôle d'un segment de marché, celui de l'épargne salariale, dans l'optique de remplir les missions du CIES, et l'on retrouve également l'objectif de lobbying auprès des autorités publiques afin d'influencer la réglementation future.

4.1.3 AFG : autorégulation

Comme précisé dans l'introduction, le code de transparence AFG-FIR est la déclinaison du code de transparence européen, avec la spécificité que le FIR s'est associé à l'association professionnelle afin d'en étendre la portée. Par souci de simplification, nous ferons référence à l'AFG en tant que promoteur de cette initiative : en effet, son influence semble supérieure dans le pilotage du code, et la majorité des membres du FIR sont des sociétés de gestion qui sont également membres de l'AFG. On peut ainsi considérer que l'outil répond principalement aux objectifs de l'AFG. Sa mission est de défendre les intérêts des sociétés de gestion (donc la maximisation de leur profit), ce qui explique le double objectif revendiqué de son Code de transparence : assurer la crédibilité des sociétés de gestion actives en ISR (promotion de l'offre) et éviter une régulation trop contraignante en montrant que la profession peut s'autoréguler (limitation des coûts). Du fait de son statut, l'AFG ne pouvait de toute façon pas piloter une initiative de certification stricto sensu par manque d'indépendance vis-à-vis des sujets certifiés ; elle a donc porté une initiative à la fois clémente en matière d'exigences (limitées à la transparence) et exigeante en matière d'adoption (participation obligatoire de tous ses membres) afin de démontrer une rigueur suffisante pour éviter une régulation plus stricte. Cet objectif fonctionne pour l'instant puisque qu'il n'y a pas de signe que l'autorité régulatrice, en l'occurrence l'AMF, désire s'impliquer à ce stade dans un effort de régulation de l'ISR.

4.1.4 Eurosif : lobbying

Eurosif est une association qui n'a pas de but lucratif ; on considère qu'elle a un objectif de maximisation du bien-être social pour les mêmes raisons que Novethic, à savoir l'impact supposé positif de l'ISR. Elle a en effet pour mission la promotion de l'ISR en Europe, ce qui passe principalement par du lobbying réglementaire en Europe. L'association, qui regroupe sociétés de gestion et autres acteurs de l'ISR en Europe, l'affirme assez clairement : le code de transparence Eurosif, s'il est largement adopté, est un moyen de gagner de l'influence et de la légitimité dans le cadre de cette action de lobbying auprès des instances européennes (Commission ou autres). Si les exigences de l'outil se limitent à la transparence par souci d'acceptabilité par les promoteurs de fonds, Eurosif n'ayant pas les moyens d'imposer des règles plus strictes surtout dans un marché européen aux pratiques aussi hétérogènes, des mesures de crédibilisation sont en cours de mise en œuvre : désignation d'un organisme qui accréditera des entités chargées de certifier les réponses au code. Le but est de donner du poids à l'initiative. L'organisme jongle ainsi entre rigueur du contrôle et clémence des exigences, pour assurer à la fois sa crédibilité vis-à-vis des autorités réglementaires européennes et son acceptabilité par les sociétés de gestion.

4.1.5 Ecocert : lucratif

Pour Ecocert, entreprise à but lucratif, un label ISR est envisagé pour la simple raison qu'il entre dans la description de son métier, et que cet organisme a été contacté par l'AFG en ce sens. Ecocert est un organisme certificateur qui pilote d'autres labels portant sur des caractéristiques environnementales et sociales ; le label ISR est un enjeu commercial puisqu'il présente pour lui une opportunité de marché additionnel. Il ne se lance généralement pas spontanément sur un marché mais à l'initiative d'acteurs de ce marché, qui peuvent à leur tour avoir des objectifs autres.

4.1.6 Afnor : réglementaire

L'association française de normalisation (Afnor) est un organisme public qui a pour mission d'intérêt général, quel que soit le secteur concerné, d'accompagner les démarches de normalisation, à la demande d'un acteur du secteur. Une telle demande a été formulée à l'Afnor en 2007 et a conduit à une consultation des principaux acteurs de l'ISR ; l'association a conclu qu'il était trop tôt pour de telles démarches, et a constaté au demeurant la réticence des professionnels de la finance à voir un acteur extérieur au secteur s'impliquer dans une normalisation de leurs pratiques.

4.1.7 AMF : réglementaire

L'Autorité des Marchés Financiers (AMF) n'a pas entamé de réflexion autour d'une certification ou d'une normalisation relative à l'ISR, mais elle est incluse dans cette analyse en tant que régulateur du secteur des produits financiers, concernés par ces démarches. Elle agit notamment dans le but de protéger les épargnants particuliers, ce qui s'inscrit dans une mission de bien-être social. Du fait de ce statut de régulateur, beaucoup d'acteurs du marché considèrent qu'il peut être de sa mission d'accompagner

le développement et la normalisation de l'ISR, mais il n'y a pas de signe que l'organisme ait l'intention, à ce stade, de porter une telle initiative.

4.2 Analyse des facteurs d'influence

Dans cette partie, on décline pour le marché ISR les facteurs pouvant affecter la concurrence et l'influence des organismes labellisateurs, et ainsi favoriser un scénario ou un autre.

- Influence accrue d'un acteur :
    - Statut dominant : l'AMF en tant que régulateur du secteur et l'AFG en tant qu'association professionnelle profitent de leur statut. L'Afnor a également la légitimité de régulateur mais elle n'est pas spécifique au secteur financier et l'avantage moins que l'AMF par exemple. Eurosif a une dimension européenne qui joue en sa faveur. Le CIES représente les syndicats, également un point fort en sa faveur. Ecocert est moins avantagé, même s'il peut arguer de son accréditation en tant qu'organisme certificateur. Enfin Novethic jouit de son expertise et son antériorité sur l'ISR, ainsi que sur sa présence médiatique sur les enjeux relatifs au développement durable et à l'ISR ; pour certains acteurs, son statut de filiale de la Caisse des Dépôts lui est également bénéfique.
    - Antériorité et expertise : le CIES a lancé son label le premier dès 2002. Novethic a lancé son label en 2009 mais celui-ci était précédé d'un rating lancé en 2002 également ; il joue à la fois la carte de l'antériorité et de l'expertise en tant que centre de recherche sur l'ISR. L'AFG étant constituée des promoteurs de fonds ISR, elle a au moins l'expertise ISR du côté de l'offre.
    - Diffusion et perception positive de son label : le label ISR Novethic a été largement adopté et est considéré par certains acteurs comme une condition nécessaire pour proposer des produits sur le marché ISR, et sert également de levier interne pour renforcer la position des équipes ISR au sein des sociétés de gestion. Le label CIES est perçu encore plus fortement comme un passage incontournable pour proposer des produits ISR sur le créneau de l'épargne salariale. Le code de transparence de l'AFG est obligatoire en France, et celui d'Eurosif a une dimension européenne.
- Influence partagée :
    - Si aucun acteur ne se distingue sur les trois points précédents : ce n'est pas le cas puisque tous les acteurs ont une source d'influence.
    - Si ces points se neutralisent car ils concernent plusieurs acteurs : c'est en partie le cas puisque les acteurs se distinguent sur des points différents qui leur confèrent à tous une certaine influence.

Sur la variable Influence, il est donc difficile de dégager clairement un acteur qui pourrait dominer les débats, vu qu'ils ont tous des arguments à faire valoir. La diffusion du label Novethic, seul véritable label stricto sensu sur les fonds ISR ouverts au grand public, lui confère cependant un certain avantage, renforcé par le fait qu'il remplit plusieurs conditions de crédibilité (voir chapitre 1).

- Concurrence :
    - Opposition des objectifs concernant la rigueur des critères : l'opposition sur la rigueur des critères existe principalement entre Novethic, qui œuvre pour des critères plus rigoureux de par son objectif sociétal, et l'AFG, qui préfère limiter les exigences du fait de son objectif d'autorégulation.
    - Opposition des objectifs concernant le contrôle à conserver : là-dessus, le seul acteur non concerné est Ecocert qui a un objectif lucratif. Les autres acteurs ont tous besoin de contrôler leurs initiatives, ce qui peut conduire à plus de concurrence.
    - Existence d'organismes naturellement peu enclins à collaborer : cela ne semble pas le cas sur l'ISR. Même s'il existe une concurrence sur leurs outils, les acteurs ne sont pas a priori opposés à une collaboration comme cela pourrait être le cas de certains types d'ONG.
    - Relations historiquement tendues : Novethic entretient historiquement des relations variables avec l'AFG, en particulier avec la commission ISR de l'AFG, mais les deux organismes tentent de collaborer sur les évolutions du label ISR Novethic et Novethic a inclus le code de transparence comme condition de son label. Novethic et le CIES ont également des relations compliquées. AFG-FIR et Eurosif promeuvent le même code de transparence mais porté de façon différente, d'où des axes de collaboration mais également une possible confusion et certaines tensions qui se sont renforcées courant 2011.
- Collaboration ou non concurrence :
    - Si les acteurs sont positionnés sur des créneaux différents : le CIES est spécifiquement sur le créneau de l'épargne salariale, l'AFG et Eurosif sur les fonds ouverts, Novethic plutôt sur les fonds ouverts mais son label est applicable aux fonds d'épargne salariale. De plus, AFG et Eurosif sont sur des exigences de transparence, alors que Novethic combine transparence et processus ISR, et que le CIES combine des exigences ISR et des exigences liées aux conditions d'accès des salariés aux fonds. De ce fait, il est en partie possible de positionner les acteurs selon le segment de produits (segmentation horizontale) et selon le segment de critères retenus (différenciation verticale), ce qui peut réduire la concurrence et favoriser la collaboration.
    - Si les quatre obstacles mentionnés ci-dessus et conduisant à la concurrence sont suffisamment faibles : les obstacles cités ci-dessus ne semblent pas insurmontables et un dialogue existe déjà entre les acteurs concernés.
    - Si les acteurs sont contraints de collaborer car la concurrence les empêche tous d'atteindre leurs objectifs : au sein de la profession, il existe une crainte que la multiplication des labels ne nuise à l'ISR et ne crée de la confusion, tout en affaiblissant tous les labels. Cela justifie aux yeux des acteurs que des efforts de convergence soient menés parmi les promoteurs de ces initiatives.

Sur la variable Concurrence, les conditions existent à la fois pour que les acteurs collaborent et pour que la concurrence s'exacerbe entre eux. Il semble possible qu'une convergence émerge, certaines collaborations étant déjà engagées, mais il est également possible que la concurrence demeure.

4.3 Présentation de scénarios possibles

Les facteurs présentés ci-dessus laissent la porte ouverte aux quatre scénarios considérés ci-dessus. On a certes vu que certains étaient plus stables que d'autres et pouvaient de ce fait être favorisés, tout comme on a indiqué la possibilité de passer d'un scénario à l'autre. Sans prétendre déterminer l'évolution exacte des labels ISR, on présentera ici en quoi ces scénarios consisteraient dans le cas précis de l'ISR.

	Collaboration	**Concurrence**
Influence partagée	Imbrication et spécialisation de chaque acteur sur un créneau (transparence ISR, processus ISR, conditions hors ISR)	Affaiblissement de l'ensemble des labels
Influence accrue d'un acteur	Domination d'un label, spécialisation des autres	Domination d'un label, disparition des autres

4.3.1 Scénario 1 : Influence partagée et collaboration

En partant du principe d'une influence partagée entre les différents acteurs, une collaboration est déjà initiée entre Novethic et l'AFG ou Novethic et Eurosif sur l'inclusion du code de transparence comme critère du label Novethic, Novethic se chargeant par ailleurs des autres critères, dont le contrôle du processus ISR. On peut imaginer que le CIES, qui associe des critères liés à l'ISR et d'autres sortant de ce cadre et liés aux conditions d'accès et de représentation des salariés dans les gammes d'épargne salariale, se focalise sur ces derniers points et conditionne la certification du caractère ISR à l'obtention du label Novethic. Cette répartition des rôles concentrerait chaque organisme sur son réel champ d'expertise et permettrait une collaboration plutôt qu'une concurrence entre eux, dans un modèle d'imbrication des initiatives que l'on pourrait qualifier de « poupées russes ». Les limites d'une telle évolution aujourd'hui sont la réticence du CIES vis-à-vis de Novethic et la concurrence entre les codes de transparence AFG-FIR et Eurosif qui sont au même niveau dans ce schéma ; mais ces sensibilités peuvent être levées par un dialogue poussé. Cela étant, une telle imbrication peut être source de confusion pour les investisseurs, notamment pour l'épargnant salarié qui ferait face à un label CIES, contenant un label Novethic, qui s'appuie lui-même sur un code de transparence AFG-FIR-Eurosif ; cela serait cependant moins dommageable qu'une concurrence frontale entre ces initiatives.

4.3.2 Scénario 2 : Influence partagée et concurrence

Dans l'éventualité où les démarches de collaboration n'aboutissaient pas, et en l'absence de domination d'un seul acteur, on risquerait de se retrouver dans un scénario de concurrence accrue : l'AFG pourrait reprendre contact avec Ecocert pour relancer l'idée d'un label concurrent à celui de Novethic ; Novethic pourrait adopter une stratégie plus offensive sur les fonds d'épargne salariale et concurrencer le CIES sur ce segment ; Eurosif pourrait pousser plus loin ses démarches (actuellement en projet) de certification des réponses au code de transparence. Une telle concurrence exacerbée ferait émerger des labels qui, contrairement à la situation actuelle, seraient en concurrence frontale car du même type et sur le même segment, et s'affaibliraient mutuellement en créant de la confusion et en fractionnant entre eux un marché déjà restreint. Cette situation serait problématique pour l'ensemble des acteurs car elle réduirait la réalisation de leurs objectifs ; c'est sans doute la raison pour laquelle, malgré leurs conflits, on observe régulièrement chez ces organismes des efforts de collaboration afin de sortir de cette situation instable et inefficiente.

4.3.3 Scénario 3 : Influence d'un acteur et collaboration

Aujourd'hui, les deux seuls véritables labels sont sur deux segments de marché différents : Novethic labellise les fonds ISR ouverts au grand public, et le CIES les gammes d'épargne salariale réservée donc aux plans d'épargne entreprise. Cela leur confère d'emblée un avantage en matière d'influence vis-à-vis des autres acteurs. Le CIES n'ayant pas vocation à « sortir » du terrain de l'épargne salariale, c'est Novethic qui, comme on l'a vu plus haut, serait aujourd'hui le plus à même de s'imposer face aux autres organismes, même s'il est probable qu'un gain d'influence soit limité par le statut des autres acteurs (AFG incontournable car représentant les sociétés de gestion, CIES influent au sein des entreprises car porté par les syndicats). Si l'on imagine cependant un scénario où Novethic serait l'acteur le plus influent et collaborerait avec les autres organismes, on pourrait se retrouver dans une situation assez proche du scénario 1 (spécialisation et imbrication en poupées russes), avec toutefois un rapport de force plus en faveur de Novethic qui pourrait avoir son mot à dire dans la structure du code de transparence, et qui plus généralement pourrait imposer plus rapidement ce mode de fonctionnement en surmontant les réticences du CIES par exemple. Une telle domination « faible » génère en revanche de l'attentisme de la part des autres acteurs qui tentent d'obtenir les meilleures concessions possibles afin de ne pas voir la réalisation de leurs propres objectifs trop fortement pénalisée.

4.3.4 Scénario 4 : Influence d'un acteur et concurrence

Comme pour le scénario 3, on considère que Novethic est l'acteur influent. Un scénario où la collaboration échouerait ou n'aurait pas lieu reviendrait en théorie à faire disparaitre les autres initiatives. Cela est envisageable pour les codes de transparence, qui sont en quelque sorte inclus dans les critères du label ISR Novethic et n'auraient ainsi plus de raison d'être s'ils sont internalisés par Novethic. En revanche le label CIES ne devrait pas disparaitre, mais verrait les critères relatifs à l'ISR disparaitre de sa méthodologie ou avoir une portée beaucoup plus restreinte. La survie du label CIES serait ainsi attribuable à la présence des critères non ISR liés aux conditions d'accès et

de représentation des salariés, une différenciation à la fois horizontale et verticale. Cette situation est cependant peu probable aujourd'hui car elle nécessiterait une domination très forte d'un acteur, ce qui n'est pas le cas sur l'ISR.

4.3.5 Implication du régulateur et comparaison des scénarios

Pour chaque scénario, on peut envisager l'implication du régulateur : soit pour valider la normalisation à laquelle aboutit le scénario (cas 1, 3 et 4), soit au contraire pour sauver le marché d'une situation compromise (cas 2) et reprendre à zéro une démarche de normalisation en profitant de sa position de force face à la faiblesse des organismes labellisateurs. On peut également envisager l'absence d'implication du régulateur, qui peut considérer que la situation stationnaire est satisfaisante et se contente d'une privatisation de la normalisation (cas 1, 3 et 4) ou qu'elle constitue un échec mais ne vaut pas la peine de s'impliquer (cas 2). Sur les 8 scénarios possibles, ce dernier est le plus dommageable pour l'avenir de l'ISR puisqu'il ne permet pas l'aboutissement d'un processus de normalisation, qu'il soit public ou privé, et empêche de ce fait l'utilisation d'un label reconnu et fiable, élément important pour améliorer l'efficacité du marché comme on l'a vu au chapitre précédent. Cela étant, le régulateur ne semble pas désireux de s'impliquer à court terme, et le scénario « catastrophe » de concurrence et d'affaiblissement est limité par la volonté des acteurs eux-mêmes de ne pas s'engager irrémédiablement dans cette voie, même s'il sert de scénario transitoire afin d'établir les rapports de force.

On peut comparer ces scénarios à la fois en matière de stabilité et de bien-être social. Pour le bien-être social, on considère deux hypothèse : l'existence d'un marché ISR avec des critères environnementaux et sociaux suffisants est souhaitable ; et l'existence d'initiatives de signal de la qualité contribue à l'efficacité de ce marche (voir chapitre précédent). Partant de là, le scénario 2 est le moins souhaitable car il conduit à des initiatives faibles et inefficaces et à un affaiblissement du marché. Il est plus difficile de comparer les autres scénarios puisqu'ils conduisent en principe tous à des initiatives plus lisibles ; ils sont en tout cas tous plus souhaitables que le scénario 2. Pour la stabilité, on a vu que le scénario 2 de concurrence et d'influence équivalente était le moins stable, car il conduisait à un affaiblissement de l'ensemble des initiatives qui pouvait résulter soit dans leur disparition, soit dans l'évolution vers un autre scénario : le scénario 1 si les acteurs choisissent de collaborer, ou le scénario 4 si un des acteurs gagne en influence et se détache. Le scénario 1 est plus stable mais semble quand même transitoire car la collaboration des acteurs peut conduire in fine à l'émergence d'un seul label dominant sur le segment principal du marché, et on se retrouverait dans la situation 3. Les scénarios 3 et 4 sont donc les plus stables puisqu'ils cristallisent une répartition des rôles et des segments de marché, même si on peut envisager des mouvements de l'un à l'autre selon que les acteurs choisissent de collaborer ou non.

Dans le cas de l'ISR, cela permet de suggérer une évolution possible : on se situerait aujourd'hui dans un scénario hybride où les acteurs mêlent collaboration et concurrence, et où un acteur influent, Novethic, émerge sans dominer. Avant cela, on était dans une situation 2 où les acteurs étaient en concurrence et avaient une influence comparable, mais cette situation instable et dommageable a justifié à la fois des débuts de collaboration et l'émergence relative de Novethic. On se rapproche donc aujourd'hui d'un

scénario 3 avec influence d'un acteur et collaboration, même si cela est à relativiser puisqu'on ne peut pas réellement parler de domination d'un acteur, et que la collaboration reste incomplète. C'est cependant la direction que le marché semble prendre.

5 Conclusion

Ce chapitre vise à analyser les interactions sur des marchés où coexistent plusieurs initiatives de signal de la qualité, ou labels au sens large, en particulier dans le cas de l'investissement socialement responsable.

Les stratégies des organismes labellisateurs sont analysées sur la base de leurs objectifs de maximisation du profit ou du bien-être social. Dans cette optique, les labels peuvent être utilisés pour gagner de l'influence et du contrôle, faire du lobbying, éviter la réglementation, assumer un rôle réglementaire, poursuivre un objectif sociétal, améliorer sa réputation, s'assurer un avantage concurrentiel, ou encore dans un objectif lucratif.

Quatre scénarios d'interaction entre organismes labellisateurs sont construits selon deux dimensions : la concurrence ou la collaboration entre les acteurs, et la domination d'un acteur ou l'influence partagée entre acteurs. L'implication ou non du régulateur peut intervenir dans un second temps. La stabilité de ces scénarios, ainsi que les mouvements possibles de l'un à l'autre et les effets sur la réalisation des objectifs des acteurs sont analysés. De plus, on identifie certains facteurs pouvant influencer ces scénarios : la cohabitation de différents objectifs stratégiques listés ci-dessus, ainsi que le statut des organismes labellisateurs, la diffusion et la perception de leurs labels, et plus largement la facilité d'aboutir à un consensus sur la définition des caractéristiques labellisées, sont autant de facteurs qui contribuent à favoriser une collaboration ou au contraire une concurrence entre labels et à accentuer l'influence d'un acteur par rapport aux autres.

Cette grille de lecture est utilisée pour observer des marchés sur lesquels les initiatives de labellisation sont plus anciennes que dans le cas de l'ISR et donc pour lesquels il existe un historique permettant de l'appliquer : le commerce équitable, l'agriculture biologique, et la foresterie durable. Ces études de cas permettent de montrer l'intérêt d'une telle grille.

Dans un second temps, elle est appliquée à l'ISR. Dans le cas de l'ISR, on peut positionner Novethic sur des objectifs réglementaires et sociétaux ; le CIES sur des objectifs sociétaux, de contrôle et de lobbying ; l'AFG sur des objectifs d'évitement de régulations futures ; Eurosif sur des objectifs de lobbying ; Ecocert sur des objectifs lucratifs ; et Afnor et l'AMF sur des objectifs réglementaires. Une analyse des scénarios d'évolution peut conduire à des schémas où les rôles sont partagés entre AFG et Eurosif sur la transparence, Novethic sur l'analyse des processus ISR, et le CIES sur l'analyse des conditions d'accès et de représentation des salariés dans les gammes d'épargne salariale ; mais on peut également aboutir à la disparition de certaines initiatives au profit d'autres, ou encore à l'affaiblissement de l'ensemble des initiatives. Dans ce dernier cas, l'absence d'implication du régulateur serait dommageable pour l'avenir de

l'ISR, alors que dans les autres cas son implication ou non serait moins cruciale puisqu'il viendrait seulement confirmer une situation stable avec des labels établis.

L'originalité et l'intérêt de cet article viennent du fait qu'il va plus loin qu'une analyse historique d'un marché donné, et propose une grille de lecture permettant d'étudier de façon rétrospective, voire prospective, l'évolution d'un marché avec plusieurs initiatives de signal de la qualité, sur la base notamment d'une analyse stratégique du statut et des objectifs des organismes labellisateurs.

Les limites de ce modèle viennent notamment du fait qu'on ne peut pas intégrer toutes les variables qui déterminent les interactions et les évolutions des labels sur un marché. D'autant plus qu'au-delà des grandes lignes communes à différents marchés, il existe des spécificités propres à chaque marché qu'il convient de prendre en compte. Enfin, lorsqu'on sort du terrain économique et que l'on se place du point de vue stratégique, le sujet est éminemment politique. Les explications fournies reposent sur la façon dont sont perçus les acteurs concernés – à partir des entretiens et des recherches documentaires effectués dans le cas de l'ISR. Le décalage entre les objectifs supposés, ceux affichés par les acteurs et ceux communiqués en privé peut fragiliser les conclusions citées plus haut. Les objectifs stratégiques ne sont en effet pas toujours apparents et évidents, et peuvent évoluer dans le temps. Enfin, la spécificité du marché de l'ISR, dans son fonctionnement et dans le statut des organismes labellisateurs, rend difficile la comparaison avec des études de cas existants. Le sujet mérite cependant d'être suivi, dans la mesure où les initiatives de labellisation et les interactions entre acteurs sont encore en plein mouvement ; il serait intéressant d'approfondir l'analyse à mesure qu'évoluent les interactions entre Novethic, le CIES et l'AFG, si le projet de certification d'Eurosif aboutit, si les initiatives d'Afnor et Ecocert sont relancées, et si les intentions du régulateur (AMF) deviennent plus claires. Toujours est-il que les grilles de lectures ainsi conçues peuvent s'appliquer à l'ensemble des marchés concernés par l'existence de plusieurs initiatives de labellisation.

Bibliographie

- Bloch, F., B. Dutta (2010). Formation of Networks and Coalitions. In *Handbook of Social Economics*. J. Benhabib, A. Bisin and M. O. Jackson, eds., North Holland.
- Bonroy, O., C. Constantatos (2004). Biens de confiance et concurrence en prix - Quand aucun producteur ne souhaite l'introduction d'un label. *Revue économique, Presses de Sciences-Po* 55 (3): 527-532.
- Brechet, J.-P., N. Schieb-Bienfait (2006). Projets et pouvoirs dans les régulations concurrentielles – La question de la morphogenèse d'une filière d'agriculture biologique. *Revue d'économie industrielle* 113.
- Carlin, B. (2009). Strategic Price Complexity in Retail Financial Markets. *Journal of Financial Economics* 91: 278-287.
- Coestier B. (1998). Asymétrie de l'information, réputation et certification. *Annales d'Économie et de Statistique* 51: 49-78.
- Crifo, P., N. Mottis (2010). SRI Analysis and Asset Management: Independent or Convergent? In Crifo, P., J.-P. Ponssard, *Corporate social responsibility: from compliance to opportunity?.* Éditions de l'École Polytechnique, Palaiseau.
- De Pelsmacker, P., L. Driesen, G. Rayp (2005). Do Consumers Care about Ethics? Willingness to Pay for Fair-Trade Coffee. *Journal of Consumer Affairs* 39: 363–385.
- Ellis, K., J. Keane (2008). A review of ethical standards and labels: is there a gap in the market for a new 'Good for Development' label? *Working paper, Overseas Development Institute* 297.
- Farrell, J., P. Klemperer (2007). Coordination and lock-in: competition with switching costs and network effects. In *Handbook of Industrial Organization*, Volume 3, edited by M. Armstrong and R. Porter. Elsevier B.V.
- Fleckinger, P., M. Glachant (2009). La Responsabilité Sociale de l'Entreprise et les accords volontaires sont-ils complémentaires ?. *Économie et Prévision* 190-191: 95-105.
- Giraud-Héraud, E., R. Hoffmann (2010). Corporate Social Responsibility as a Strategy for Safe and Healthy Food. In Crifo, P., J.-P. Ponssard, *Corporate social responsibility: from compliance to opportunity?.* Éditions de l'École Polytechnique, Palaiseau.
- Gulbrandsen, L.H. (2005). Sustainable Forestry in Sweden: The Effect of Competition Among Private Certification Schemes. *The Journal of Environment and Development* 14 (3): 338-355.
- Lofgren, K.-G., T. Persson, J.W. Weibull (2002). Markets with Asymmetric Information: The Contributions of George Akerlof, Michael Spence and Joseph Stiglitz. *Scandinavian Journal of Economics* 104(2): 195-211.
- Novethic (2010), Les chiffres 2009 du marché français de l'ISR.
- Perrot, A., L. Linnemer (2000). Une analyse économique des "signes de qualité". Labels et certification des produits. *Revue Économique, Programme National Persée* 51(6): 1397-1418.

- Poret S. (2007). Les défis du commerce équitable dans l'hémisphère Nord. *Économie Rurale* 302: 56-70.
- Poret S. (2010). Mainstreaming Fair Trade: A Discussion Through the Lipton Tea Case. In Crifo, P., J.-P. Ponssard, *Corporate social responsibility: from compliance to opportunity?.* Éditions de l'École Polytechnique, Palaiseau.
- Salladarré, F., P. Guillotreau, Y. Perraudeau, M.-C. Monfort (2010). The Demand for Seafood Eco-Labels in France. *Journal of Agricultural & Food Industrial Organization* 8 (1): article 10.
- Shapiro, C., H.R. Varian (1998). Information rules – A strategic guide to the network economy. Harvard Business School Press, Boston.
- Shapiro, C. (1999). Exclusivity in network industries. George Masan Law Review, Spring.
- Sylvander, B. (1997). Le rôle de la certification dans les changements de régime de coordination : l'agriculture biologique, du réseau à l'industrie. *Revue d'économie industrielle* 80: 47-66.
- Tagbata, D., L. Sirieix (2008). Measuring consumer's willingness to pay for organic and Fair Trade products. *International Journal of Consumer Studies* 32(5): 479-490.
- Tozzi, P. et al. (2011). Gouverner par les normes environnementales : jeux d'acteurs et de puissance dans la certification forestière. *Espaces et sociétés* 146: 123-139.
- Van Amstel, M., P. Driessen, P. Glasbergen (2008). Eco-labeling and information asymmetry: a comparison of five eco-labels in the Netherlands. *Journal of Cleaner Production* 16 (3): 263-276

Annexe : Liste des entretiens effectués

Sociétés de gestion

- Dexia AM
- Groupama AM
- Ecofi Investissements
- Natixis AM
- Financière de Champlain
- Axa IM
- Macif Gestion
- Amundi

Réseaux de distribution

- Banque Populaire
- Caisse d'Épargne
- Caisses Régionales du Crédit Agricole

Organismes labellisateurs

- Novethic
- Comité Intersyndical de l'Épargne Salariale (CIES)
- Association Française de Gestion Financière (AFG)
- Eurosif
- Afnor
- Ecocert

Agences de notation extra-financière

- Vigeo

Investisseurs

- Établissement de retraite additionnelle de la fonction publique (ERAFP)
- Fonds de réserve des retraites (FRR)
- Norsys
- GDF-Suez

Régulateur

- Autorité des Marchés Financiers (AMF)

III. Where do long-term investors stand on responsible investment debates?

This chapter aims to study the links between long-term and responsible investment by analyzing the positions of the Long-Term Investors Club (LTIC), a group of large international institutional investors. Specifically, the research project aims to analyse the position of the LTIC members on existing professional and academic debates, such as the articulation between long-term and short-term horizons, and the links between long-term performance and responsible investment practices. The key principles and the public statements of the Club suggest that long-term investors clearly believe short-term visions are a major contributing factor in the financial crisis, and distinguish themselves from such practices as they do not believe long-term performance is a mere sum of short-term performance. They also believe that ESG criteria need to be taken into account both for their long-term financial impact and because of long-term investors' role in environmental and social improvement. However, a survey conducted among LTIC members shows a discrepancy between those principles and the practices of the LTIC members. When asked about their perceptions, motivations and practices on long-term and responsible investment issues, respondents were not always consistent with the position of the Club as a whole: some members continue to have difficulty reconciling their short-term and long-term priorities, and few put the financial consequences of ESG criteria at the top of their responsible investment priorities. However, all respondents believe that these issues are, to a certain extent, relevant. These results should encourage long-term investors to discuss and collaborate on these issues, strengthen their understanding, and achieve the consensus displayed in their key principles.

Introduction

This paper aims to study the possible links between long-term (LT) investing and responsible investment (RI), namely whether the two logics are distinct or if there is a rationale in combining both aspects.

Broadly speaking, RI (or SRI for socially responsible investment) refers to the integration of extra-financial criteria in asset management. It started as an ethical approach, and evolved to encompass broader dimensions related to sustainable development, referred to as Environmental, Social and Governance (ESG) issues. The most active debate in academic and professional circles revolves around the existence of a link between ESG criteria and financial performance. The literature is plethoric, as shown in the introduction of this dissertation, yet its interpretations differ: while some argue that there is a consensus on the absence of such link (Capelle-Blancard and Monjon 2010), others see the results as still inconclusive regarding the existence and direction of this link. Still, many investors believe that such a positive link exists on the long-term, and cannot be measured yet for this reason.

This introduces a possible relation between RI and long-term investing, which is discussed in this chapter. As its name suggests, LT investing consists in adopting a long term perspective in investment activities. This concept has gained a lot of importance recently in the wake of the financial crisis, which pointed out the dangers that stemmed from speculation, focus on short-term gains, and the growing gap between investment activities and the real economy. It motivated the creation of the Long-Term Investors Club (LTIC), a gathering of international financial institutions that define themselves as long-term investors.

The position of long-term investors on responsible investment, and especially the possible financial motivations behind such approaches, would therefore be an original contribution to the debate on ESG and long-term performance. To study where long-term investors stand on this issue, we analyse the statements and key principles of the LTIC; we also had the privilege to conduct a survey among its members on their perceptions, motivations and practices regarding long-term and ESG issues.

The study of LTIC key principles suggests that long-term investors believe in the link between ESG factors and long-term portfolio performance. However, a detailed analysis of their responses to our survey shows that individual answers are not necessarily consistent with this public stance, and that there isn't yet a unified position among long-term investors in favour of a positive financial effect of responsible investment. Different motivations for ESG integration such as ethical or reputational objectives, as well as a possible lack of knowledge of ESG issues and debates, may explain this gap between the common vision of the LTIC and the views of its individual members.

The paper will be structured as follows: the first section will present the research context: the debate on RI and financial performance, the definition and implications of long-term investing in the literature with a focus on both short-term and RI issues, and the aim of this paper; section two will present our research methodology: the analysis of the LTIC key principles, the survey conducted among its members, and the results we

would expect; section three will present the effective results of the survey and compare them to the ones we expected a priori; finally we will conclude with the teachings of this analysis, its limits, and further questions that can be addressed.

1 Research context

In this section, we will first present the unsettled debate on the link between ESG integration and financial performance, which was described in the introduction of this dissertation. We will then present long-term investing, focusing on its differences and possible contradictions with a short-term horizon, and on its articulation with ESG issues. Finally, we will introduce our research question on where long-term investors stand on these debates.

1.1 Responsible investing

Responsible investing is broadly defined as taking into account extra-financial criteria in traditional asset management. Historically, socially responsible investment (SRI) came as a response to ethical concerns from Anglo-Saxon religious investors, who strived to align their investments with their moral values. Thus the first SRI approaches consisted of ethical exclusions of controversial activities (tobacco, alcohol, gambling, etc.), and shareholder activism on issues such as the South African apartheid. These ethical concerns also motivated the creation of the first SRI funds in France in the 1980s, which were designed for catholic investors and also relied on negative screening. However, SRI evolved in France and other European countries to embrace the sustainable development movement, and positive screening approaches such as "best-in-class" overtook exclusions as the leading SRI process: in 2010, best-in-class approaches represented over 90% of SRI assets in France, as compared to 11% for sector-based exclusions (Novethic 2011a); whereas in the UK, 58% of core SRI[2] assets where subject to negative screening, as against 14% for positive screening approaches (Eurosif 2010).

Proponents of positive approaches will thus define responsible investing today as the inclusion of Environmental, Social and Governance (ESG) criteria in traditional finance, or what is also called ESG integration or mainstreaming. Their motivation lies in the belief that ESG issues have a positive effect on financial performance and risk reduction. The development of such approaches motivated the creation of specialised agencies. These extra-financial rating agencies[3] developed databases and ratings of issuers' ESG practices for investors to use. Furthermore, investors created internal teams of extra-financial analysts whose size and influence are increasing (Crifo and Mottis 2011), a sign that mainstreaming is a reality.

---

[2] Eurosif distinguishes between core SRI approaches, which consist of positive screening or multi-exclusion approaches, and broad SRI approaches, which encompass engagement, ESG integration and single exclusions.

[3] Such as Vigeo, EIRIS, MSCI ESG Research (formerly Innovest/Riskmetrics). See Novethic 2011c for an overview of extra-financial rating agencies.

This said, the question of the link between extra-financial criteria and financial performance is as old as the academic literature and professional research on the topic of SRI (see Capelle-Blancard and Monjon 2011; Margolis, Elfenbein and Walsh 2007; UNEP-Fi and Mercer 2007, Mercer 2009, UFG-LFP 2009, Trucost 2010). There is a belief, especially among the proponents of the ESG integration, that positive screening could lead to better long-term returns and lower risk, by allowing to detect companies with lower reputational, regulatory, demand and competition risks (Crifo and Mottis 2011). However, this link is hard to demonstrate, and most studies on its existence and effect are inconclusive. Another source of complexity is the diversity of SRI approaches (Capelle-Blancard and Monjon 2011) and criteria used (Cavaco and Crifo 2010).

The fact is that there is no consensus today on this question: many investors believe that a long-term positive effect exists and is therefore harder to measure and prove, whereas others consider that RI approaches are not financially motivated.

1.2 Long-term investing

Long-term investors are usually defined as investors who have a long-term investment horizon, longer than an economic cycle and usually cross-generational (Glachant et al 2010). This may stem from long-term engagements, due to the structure of their liabilities, or the lack thereof (Aglietta et al 2007, Glachant et al 2010). The Long-Term Investors Club (LTIC), created in 2009 to gather international long-term investors (see Appendix 1), gives a definition that is in line with this idea: "public or private investors who share at least the following features: long-term investment horizon and balance sheet with no liability obligations or obligations far in the future."

This definition encompasses a diversity of investors, depending on the contractual commitments related to their liabilities. Glachant et al (2010) present these different types. Insurance companies and pension funds have clear commitments towards their beneficiaries. Other perpetual funds have no such explicit commitments, the most emblematic example being sovereign wealth funds; this category has gained importance over the last few years, and can be described as a forced collective savings scheme aimed to smooth over time the benefit of an immediate resource. Finally, more specialised players such as endowment funds or depository funds also have a wide scope of action. Interestingly enough, all five examples of the latter category cited by Glachant et al are members of the LTIC.

Long-term investors are gaining attention in a context where many players blame short-term behaviours for their role in the recent financial crises, and call for a longer term perspective among investors (LTIC, Glachant et al 2010, Aglietta 2007). For Glachant et al, the problem is not a shortage of capital but rather an inefficient allocation towards short-term investments, especially in a context where developed countries need to finance the switch to a new, sustainable growth, and emerging countries need to finance the infrastructure needed for the hundreds of millions of new consumers arriving on the markets. Long-term investors have a role to play, as they are characterised by significant own capital and a weak dependency to the short-term market fluctuations due to their limited liquidity needs. They can invest in assets that are less liquid or riskier, but that can yield higher returns. Also, they can be a stabilising force on the financial

markets by playing a contrarian role and investing in downward markets, thus reducing volatility. Their involvement in corporate governance is also a positive benefit, as their objectives are better aligned with those of the companies than the objectives of short-term investors.

This said, Aglietta notes several issues raised by this long-term perspective, to list a few: the paradox between the existence of a time horizon and the theory of portfolio diversification, which does not take time into account; the definition of the riskless asset on which this diversification is built, which can vary depending on the inflation outlook over a long period of time; the equilibrium price of long-term assets such as equity assets, as opposed to their more erratic short-term variations. Moreover, there is a contradiction among funds that claim a long-term horizon but are assessed on their short-term performance, affecting their incentive to work effectively according to this long-term horizon. Glachant et al also point out barriers to long-term investing, such as accounting and prudential norms.

In this context, the answer to these long-term versus short-term issues lies in a dynamic asset allocation that takes advantage of mean reversion phenomena in equity prices, and ultimately yields similar or higher return than a static allocation, with significantly less variability. It also requires taking into account non-financial risks related to the liabilities of the institution (demographic risks, changes in legislation, etc.), and the share of non-liquid assets whose performance is measured on the long run. Finally, specific regulation must cater for long-term investing. Glachant also notes that there is a complementarity between long-term and short-term investors, and that both should exist and use their comparative advantages; diversity between horizons and risk tolerance is a factor of resilience to shocks. Yet the share of long-term investors appears insufficient today.

Still, investors who define themselves as long-term investors are not necessarily clear about the articulation between short and long-term. European institutional investors surveyed by Novethic (Novethic 2010a) were 54% to define long-term investing as building long-term performance by seeking the best performance in the short and medium term, and only 28% as preventing long-term risks by accepting lesser performance in the short and medium term. On the other hand, large international investors who joined the Long-Term Investors Club (see Appendix 1) adopted a set of principles, one of which states that the role of long-term investors is to finance long-term projects that are less profitable in the short term than short-term investments but more profitable to the national and global economies in the long-term.

In short, despite academic findings, there is a debate about whether long-term performance is built on short term performance, or if higher long-term performance and lower long-term risk rely on different drivers and may come at the expense of short-term performance.

1.3 Articulation between long-term and ESG

On the specific dimension of ESG aspects, many professional players believe that there is a natural link between long-term and ESG, because of the impact of these criteria on the

long run in terms of risk and performance. Aglietta notes that environmental and social issues are becoming strategic competitiveness factors, and will supposedly be the drivers of long-term value creation; hence the increasing demand for extra-financial analysis agencies. Also, intangible assets have an increasing importance, yet they are taken into account in productive capital valorisation but not in financial capital valorisation. Glachant also points the need to account for risks such as climate change and natural disasters; on the other hand, the report clearly states that it is not the role of investors to correct externalities, and authorities should use economic tools such as taxes, rather than imposing costs on public investors. For the authors, this does not however contradict the possibility to have environmental and social responsibility constraints, as long as they are explicitly stated, leaving to managers the role of minimising their impact on performance.

The motivations behind the inclusion of ESG aspects in long-term investing are therefore important: existing literature on long-term investing suggests that financial motivations are legitimate and that other types of motivations need to be clearly specified in management mandates. One of the objects of this chapter is to analyse the point of view of investors on this articulation.

1.4 Research question

In this context, the question we aim to address in this paper is the following: where do long-term investors stand on those debates: between long-term and short-term performance, and on the link between responsible investment and financial performance? To analyse this question, we will take the panel of the Long-Term Investors Club (LTIC), to which we are lucky to have a privileged access thanks to France's Caisse des Dépôts et Consignations (CDC). This club was founded in April 2009 by four major European institutional investors. It grew to reach 14 members (as at September 2011, see Table 1) and is increasingly representative of long-term investors: public and private institutions; pension funds, reserve funds, development banks, hybrid institutions; investors from 12 countries and 4 continents; investors with a combined balance sheet total of USD 3000 billion.

We will try two answer two questions. First, is there a consensus among LTIC members on the importance and the implications of long-term investing? We expect a positive answer to this question, as a negative one would seriously undermine the credibility of the club and question its true motivations. Second, is there a convergence on the financial objectives and practices of ESG integration? If the answer is positive, this would suggest more support in favour of a positive link between ESG and long-term performance and risk reduction.

2 Methodology

In order to understand where long-term investors stand on ESG integration, we will first analyse the statements and key principles of the LTIC. This will give us a hint on the position of the club as a whole. The second step will be to study the results of a survey we conducted among LTIC members on their perceptions, motivations and practices

regarding LT and ESG issues. This will allow us to check the consistency of individual responses with the global views of the club, and confirm or not our initial assumptions.

2.1 Survey methodology

The survey was conducted among the 14 members of the Long Term Investors Club (LTIC), with the support of the club secretariat (held by France's Caisse des Dépôts at the time of the survey). The surveyed organisations are listed in Table 1.

Table 1 – Long Term Investors Club members (as at September 2011)

Country	Institution	Short name
Canada (Ontario)	Ontario Municipal Employees Retirement System	Omers
Canada (Quebec)	Caisse de dépôt et placement du Québec	CDPQ
China	China Development Bank	CDB
Europe	European Investment Bank	EIB
France	Caisse des Dépôts et Consignations	CDC
Germany	KfW Bankengruppe	KfW
India	Infrastructure Development Finance Company Ltd	IDFC
Italy	Cassa Depositi e Prestiti	CDP
Morocco	Caisse de Dépôt et de Gestion	CDG
Netherlands	Algemene Pensioen Groep N.V.	APG
Poland	Bank gospodarstwa Krajowego	BGK
Russia	Vnesheconombank	VEB
Turkey	Türkiye sinai Kalkinma Bankasi A.s.	TSKB
United Arab Emirates	Mubadala Development Company	MDC

A questionnaire was sent to the representative of each institution with the LTIC, usually a member of the top management. It was generally filled either directly by this person or by members of his team and under his supervision.

The questionnaire was inspired by the existing debates on RI and LT and by other surveys such as Novethic's yearly study on institutional investors and ESG integration (Novethic 2010a), or the Principles for Responsible Investment (PRI) annual reporting and assessment survey (PRI 2011). Its design stemmed from several discussions with academic and professional players operating in the fields of long term investing and socially responsible investment. Answers were collected between April and August 2011, and the response rate was 87% (12 questionnaires returned), with China Development Bank not wishing to participate and no response from APG.

The size of the LTIC, which does not claim to represent all long term investors, does not allow for extensive econometric studies. Nevertheless, this very high response rate, as well as the large diversity of respondents in terms of investment activities and geographic implantation, allows us to have an interesting insight on the perceptions, motivations and practices of long-term investors regarding ESG integration.

The questionnaire comprises 30 questions, divided in three main categories in addition to general questions:

- Investors' perception of long term and ESG: the preliminary step to exploring the position of long-term investors in the on-going debates is to understand how they define the related concepts.
- Investors' motivation for long term and ESG: the second step is to analyse what their objectives are as long-term investors and what their motivation would be to integrate ESG issues. This will help position them on the debate about the financial objectives of RI.
- Investors' practices regarding long term and ESG: finally, an overview of existing ESG integration practices and an analysis of their consistency with previously stated motivations can enlighten us on the sturdiness of their position in existing debates.

This survey relies on the statements of respondents. The purpose was not to test their abilities, but rather to serve as a necessary preliminary research to gain knowledge of their positions. It is a field survey that will help progress towards common definitions of underlying concepts. This work meets a demand by the LTIC secretariat, who wished to gain insight on where the Club and its members stood on these issues in order to push them forward. Some of the surveyed members, who where strong proponents of the articulation between long-term and ESG integration, also expressed such expectations that the study would serve as a preliminary roadmap towards more ESG integration among the LTIC. The results of this research were useful for this purpose.

2.2 Expected results based on LTIC key principles

Based on the statements and the principles of the LTIC (see Appendix 1), we can try to predict where it stands on long-term and ESG integration.

Principle 2 states the following:

> *We believe that long-term investors have been playing and will go on playing a positive role in the global economy by supporting sustainable economic growth:*
>
> *a. In periods of crisis through a stable investor behaviour that allows value creation over the long-term,*
>
> *b. In periods of growth through financing long-term projects that are less profitable in the short term than short-term investments but more profitable to the national and global economies in the long-term.*

On top of this, the LTIC believes that the financial crisis stemmed from the short term vision of investors, and that long-term investors have a crucial role in bringing stability to the global financial system. This suggests that on the long-term versus short-term

debate, LTIC members clearly differentiate themselves from short-term investors and do not believe that long-term performance is a mere sum of short-term performances, but rather an array of financial performance and economic contribution.

Principles 4 and 6 state the following:

> *We believe that long-term investment must support social and environmental improvement; therefore we will invest in accordance with the internationally recognized social and environmental responsibility policies.*
>
> *We believe that Environmental, Social and Governance issues can affect the performance of investors' portfolios in a long-term perspective and that taking these issues into account may better align investors with broader objectives of society.*

This suggests that for LTIC members, ESG integration has two main objectives: societal impact and long-term financial impact. As a whole, the LTIC therefore stands with the proponents of a positive link between ESG factors and long-term performance.

The following step is to see whether their individual responses corroborate these assumptions.

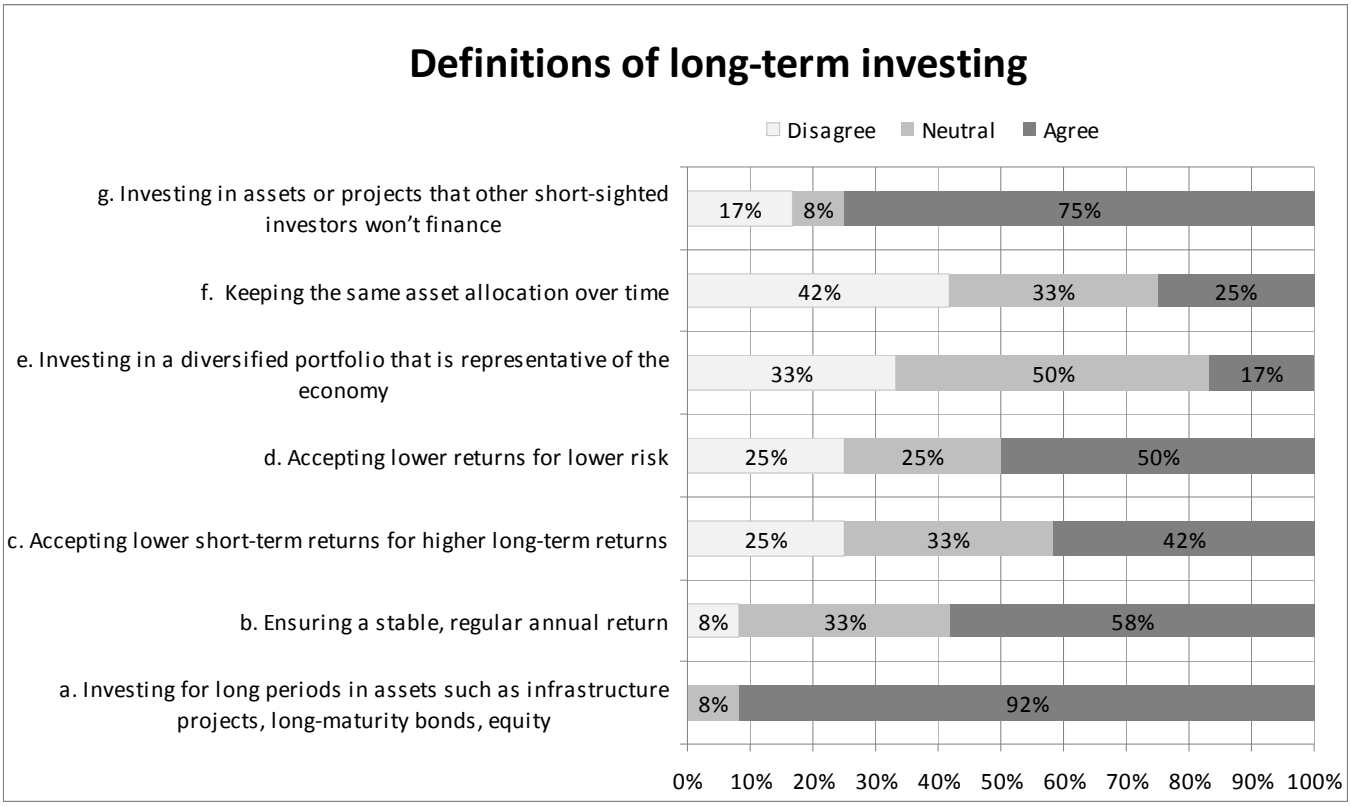
3 Survey results

3.1 Perception of long-term and ESG

3.1.1 Definition of long-term investing

Respondents were asked to what extent they agreed with a list of definitions for long-term investing, on a scale of 1 (strongly disagree) to 5 (strongly agree). Results are shown in Figure 9, with answers 1 and 2 grouped under "Disagree" and answers 4 and 5 grouped in "Agree".

Figure 9 – Definitions of long-term investing



One definition for long-term investing gathers very strong support from respondents: "investing for long periods in assets such as infrastructure projects, long-maturity bonds, equity". This is not surprising as it is a very neutral, descriptive statement.

Other proposed definitions, which comprise information about motivations and investment objectives, are less consensual. Among other definitions, propositions 'g' and 'c' are closely related to the debate between short and long-term. As the LTIC designates short-term investing as one of the culprits of the financial crisis, and clearly separates itself from such practices, we would expect investors to massively agree with "g: investing in assets or projects that other short-sighted investors won't finance'" which is exactly in line with principle 2b[4]; it is the case with 75% of respondents agreeing to this statement. Proposition "c: accepting lower short-term returns for higher long-term returns" should also gather support as it derives from the criticism addressed to short-termism; however, only 42% of respondents agreed to this definition. From the same perspective, we would have also expected more support for propositions "d: accepting lower return for lower risk" (only 50%) and "b: ensuring a stable, regular annual return" (58%). It would seem that, unlike stated by the Club as a whole, some investors are not

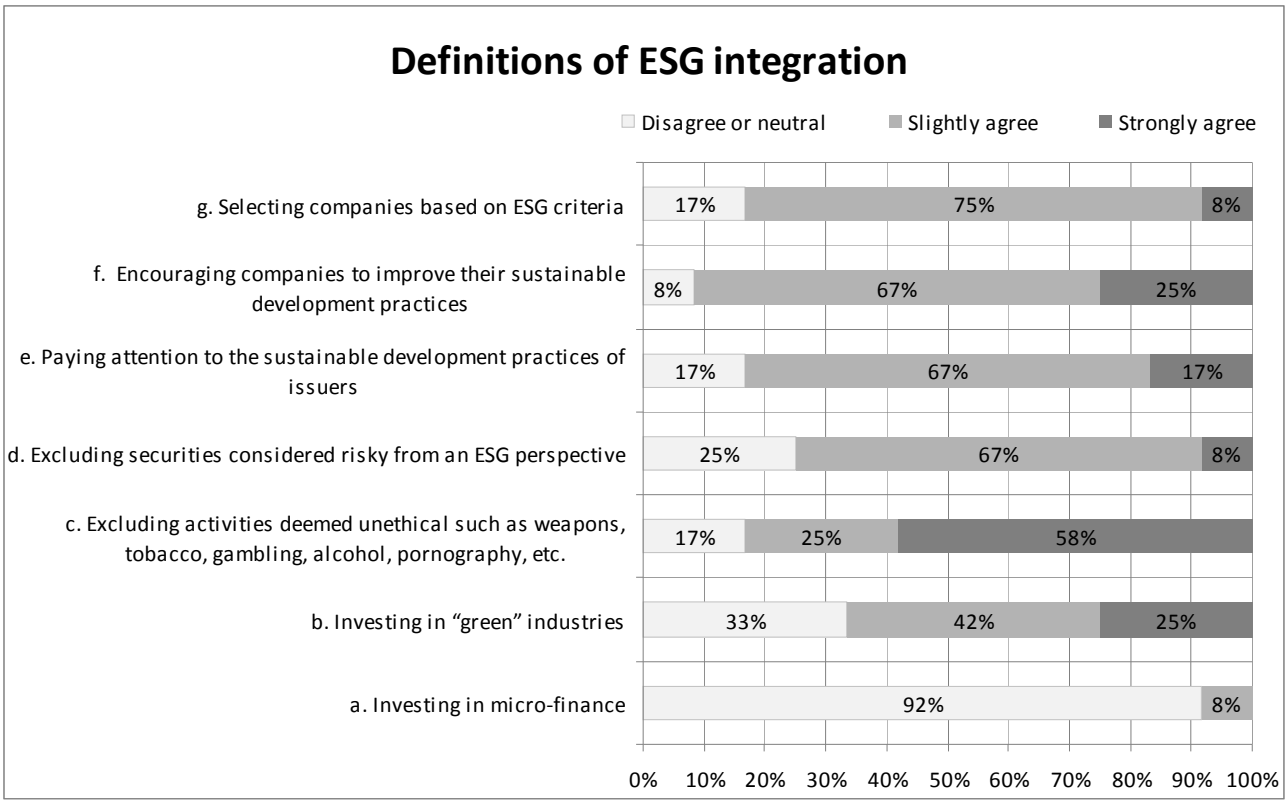
[4] "We believe that long-term investors have been playing and will go on playing a positive role in the global economy by supporting sustainable economic growth (…) in periods of growth through financing long-term projects that are less profitable in the short term than short-term investments but more profitable to the national and global economies in the long-term."

(yet?) willing to renounce short-term performance for the sake of their long-term perspective.

3.1.2 Definition of ESG integration

Respondents were asked to what extent they agreed with a list of definitions for ESG integration, on a scale of 1 (strongly disagree) to 5 (strongly agree). Results are shown in Figure 10, with answers 1 to 3 grouped under "Disagree or neutral".

Figure 10 – Definitions of ESG integration



Except for microfinance, which leaves the majority of respondents without an opinion, most of the proposed definitions for ESG integration are agreed on. However, they all receive a weak support, except for proposition "c: excluding activities deemed unethical such as tobacco, gambling, alcohol, pornography, etc." This is a surprise as, given the financial motivations we derived earlier, we viewed LTIC members as more focused on positive screening and the financial and societal impact of ESG integration, with no signs of ethical stances. This may suggest two things: first, LTIC members take into account their reputational risk, and wish to avoid investments that may tarnish their image; second, they either not fully agree, or are not fully familiar, with the perception SRI investors have of ESG integration, and still associate ESG with an ethical dimension rather than a financial or sustainable development one. Interestingly enough, the excluded activities listed could, in a sense, be associated with social issues, but have nothing to do with the environment or governance, which confirms the amalgam between ESG and ethical investing.

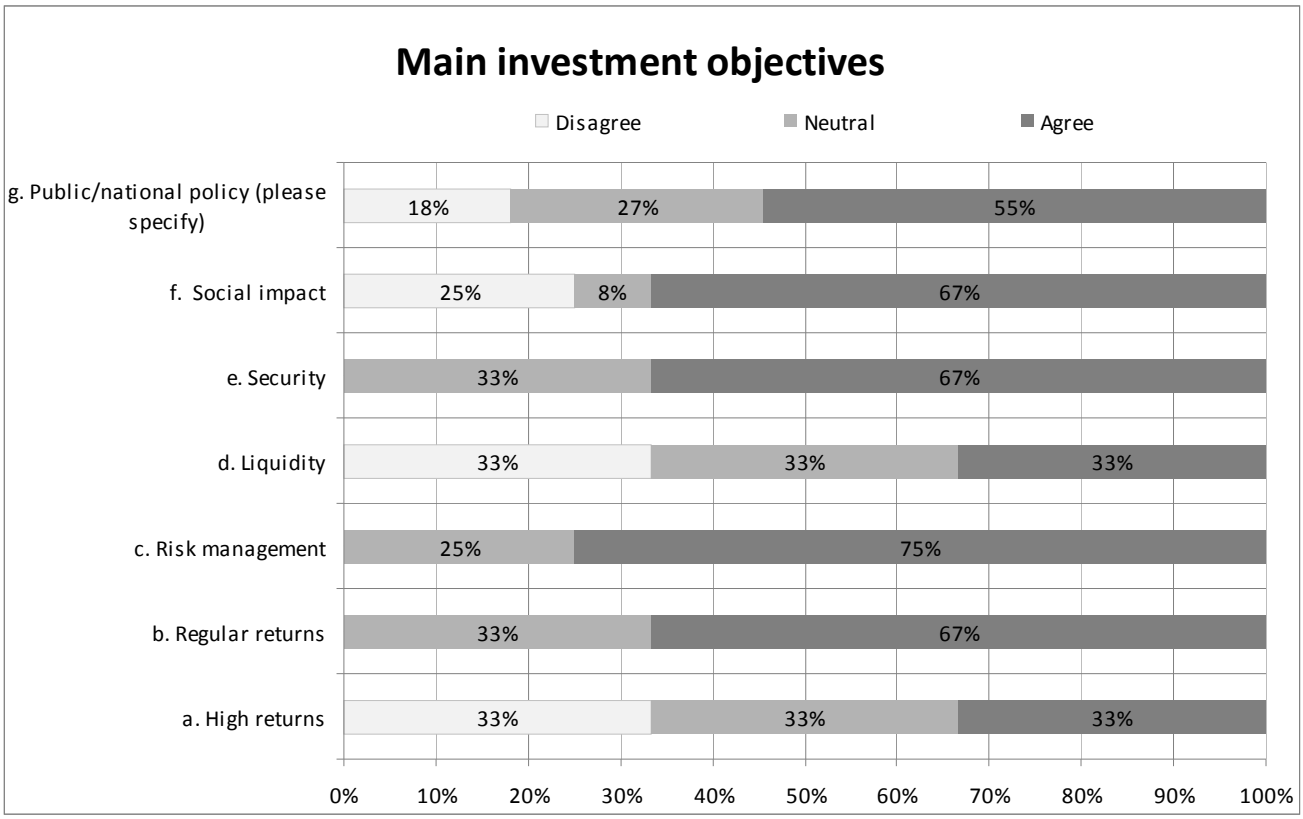
Most of all, these results suggest that there is no strong consensus among long-term investors on what ESG integration practically covers, which could have allowed them to weigh in on the larger debate of its effect on financial performance.

3.2 Motivations for long-term investing and ESG integration

3.2.1 Main investment objectives

Respondents were asked to what extent a list of investment objectives would apply to their institutions, on a scale of 1 (strongly disagree) to 5 (strongly agree). Results are shown in Figure 11, with answers 1 and 2 grouped under "Disagree" and answers 4 and 5 grouped in "Agree".

Figure 11 – Main investment objectives



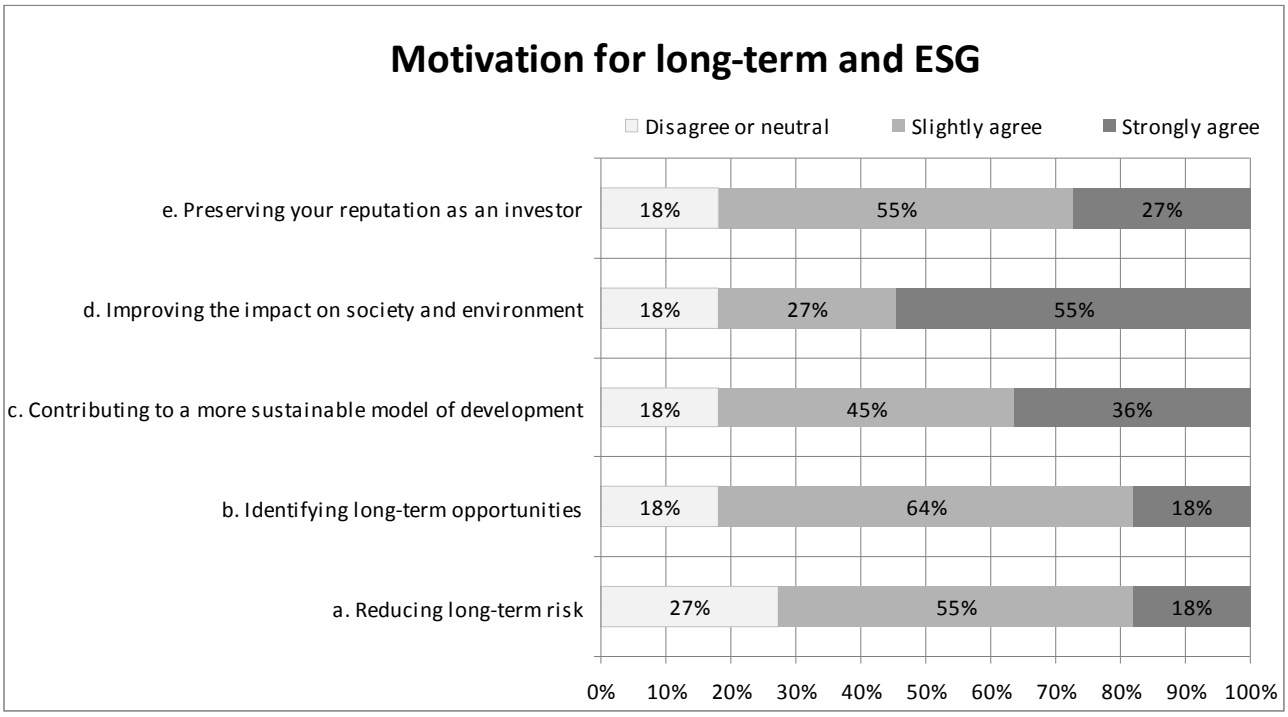
Unsurprisingly, given the diversity of respondents, the results were heterogeneous, with all 7 possible answers gathering at least one, but no more than four (33%) strong agreements. Risk management, security and regular returns gathered the most agreement, with no respondents disagreeing. This makes sense as these financial objectives are consistent with a long-term perspective. As for high returns, only one investor ranked it higher than regular returns, showing that for long-term investors a regular, long-term performance is more important than short-term, high returns (although the answer did not specify if the high returns were short term, which may explain the heterogeneity of answers on this point).

On the other hand, the choices that led to the largest standard deviation among respondents were liquidity, social impact and public policy. For liquidity, it is clearly related to the status of the institution, as development banks that give out loans and manage their treasury gave it much more importance than pension or state funds who have no short-term liabilities. As for social impact and public policy, it is related to the mission and ownership of the institution, which also explains the variety in responses: a public-owned institution with additional non-financial objectives will clearly be more likely to endorse these objectives than a private institution with no such mission. Still, investors who disagreed went against the principles of the LTIC, which state several times that investors have a role to play in global financial stability and environmental and social improvement.

3.2.2 Articulation of long-term and ESG

Respondents were asked what the motivations would be to articulate long-term perspective and ESG issues, on a scale of 1 (strongly disagree) to 5 (strongly agree). Results are shown in Figure 12, with answers 1 to 3 grouped under "Neutral or disagree". Note that one investor stated that there shouldn't be an explicit articulation, but rather a case-by-case consideration of ESG factors in the context of each investment, and did not fill in his opinion on this list of motivations.

Figure 12 – Motivations for articulating long-term and ESG



All listed choices received a majority of approval, which suggests that ESG integration makes sense for long-term investors and would therefore be expected to develop among them.

However, what is interesting is that the two motivations that were most related to financial aspects, reducing long-term risk and identifying long-term opportunities,

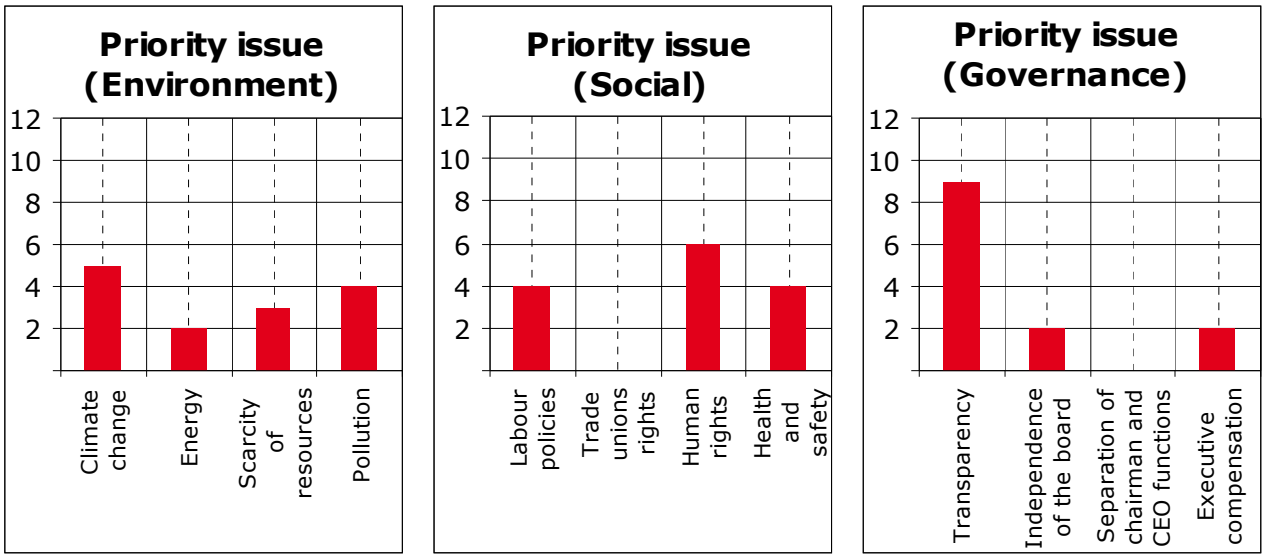
received the weakest consensus. It is surprising because those were the main motivations we expected as they were listed in key principle 6 of the LTIC[5].

The proposition "preserving your reputation as an investor" also received weak support. This does not contradict our initial assumptions, where we considered this issue minor compared to the financial and societal motivations. However, it is surprising since this motivation is strongly related to ethical exclusions, which were very strongly agreed on in Figure 10. This shows that LTIC members are not fully consistent from their perceptions to their motivations, suggesting that their understanding of ESG concepts is still perfectible.

3.2.3 ESG priority issues

For each of the three ESG dimensions, respondents were given a list of issues and asked which one should be a priority for investors. Some respondents gave several answers, whereas two of them gave no answer: one stated that it had to be made on a case-by-case basis, and the other refused to prioritize one issue over the others. Results are shown in Figure 13.

Figure 13 – Priority ESG issues



Except for governance, where transparency was clearly considered the most important issue, no clear consensus emerged on one environmental or social issue. Climate change and human rights were the most mentioned, but with no clear edge on other issues. The importance of transparency may be attributed to the fact that it is a transverse topic that pertains to all other issues. As for the other answers, amusingly enough we may find an interpretation in the justifications of the two respondents who refused to answer: all

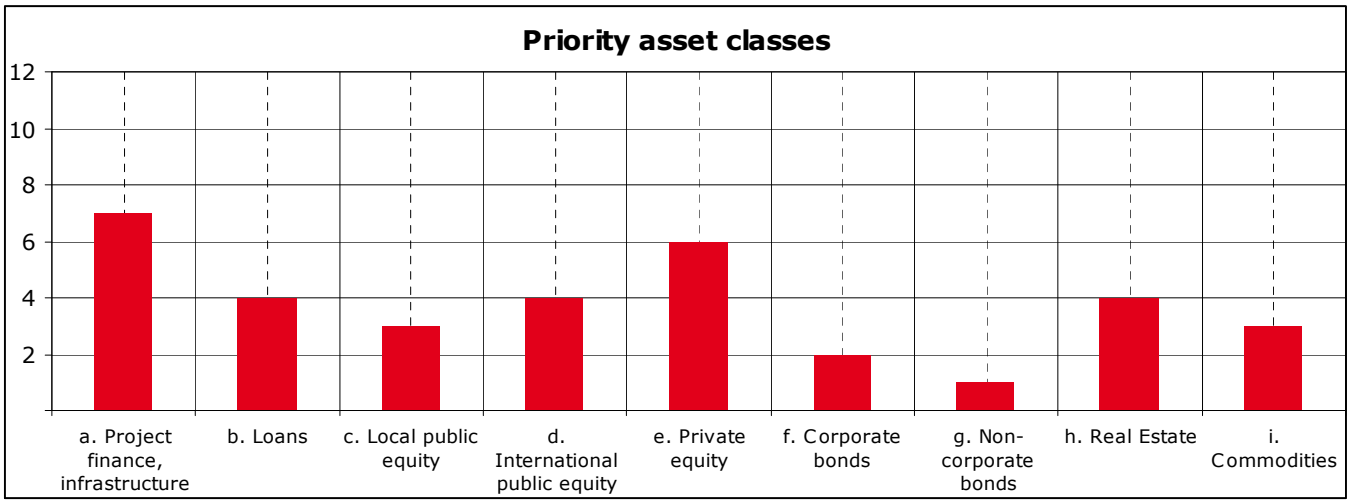
[5] "We believe that Environmental, Social and Governance issues can affect the performance of investors' portfolios in a long-term perspective and that taking these issues into account may better align investors with broader objectives of society."

issues are relevant, and the most important one depends on the investment activity considered, the asset class, the industry sector, the geographic zone, etc.

3.2.4 ESG priority asset classes

Respondents were asked to choose the three asset classes were ESG issues were the most important. Results are shown in Figure 14. Note that one respondent added that asset classes should not be prioritised and that if an investor believes ESG issues are important, he should take them into account in all asset classes.

Figure 14 – Priority asset classes for ESG integration



The two most cited asset classes were project finance and infrastructure on one hand, and private equity on the other hand. The former is not a surprise as it is an important business for some of the respondents (notably development banks) and more generally an emblematic long-term investment (remember that the most agreed on definition for LTI was "investing for long periods in assets such as infrastructure projects, long-maturity bonds, equity"). Also, the environmental and social implications of project finance, infrastructure and private equity investments (and to some extent real-estate) seem more direct than those of investing in bonds or equity, both because their impacts are more tangible and because the investor plays an important role given the higher relative stake he takes. This partially reconciles respondents with the initial ESG motivations we expected from them, i.e. the financial impact and environmental and social improvement.

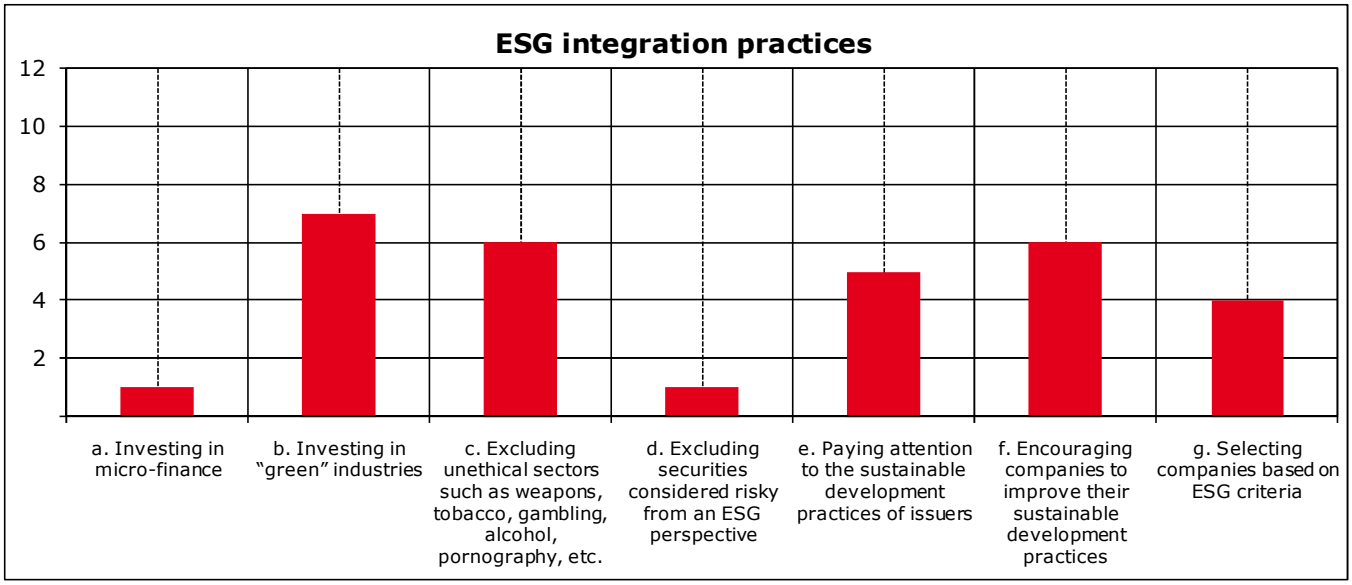
The least cited asset class was non-corporate bonds, which is not a surprise since, even for SRI investors, the relevance of ESG integration and the impacts of ESG issues, whether financial or societal, have yet to be determined. The Principles for Responsible Investment annual report on the practices of its signatories showed that non-corporate bonds and hedge funds were the two asset classes where ESG integration was least developed (UN-PRI 2011), and a working paper by Novethic described the challenges of deploying an ESG approach on government bonds, such as the political issues of rating a country, the choice of relevant criteria, or the limited size of the investment universe (Novethic 2010c).

3.3 Practices

3.3.1 ESG practices adopted

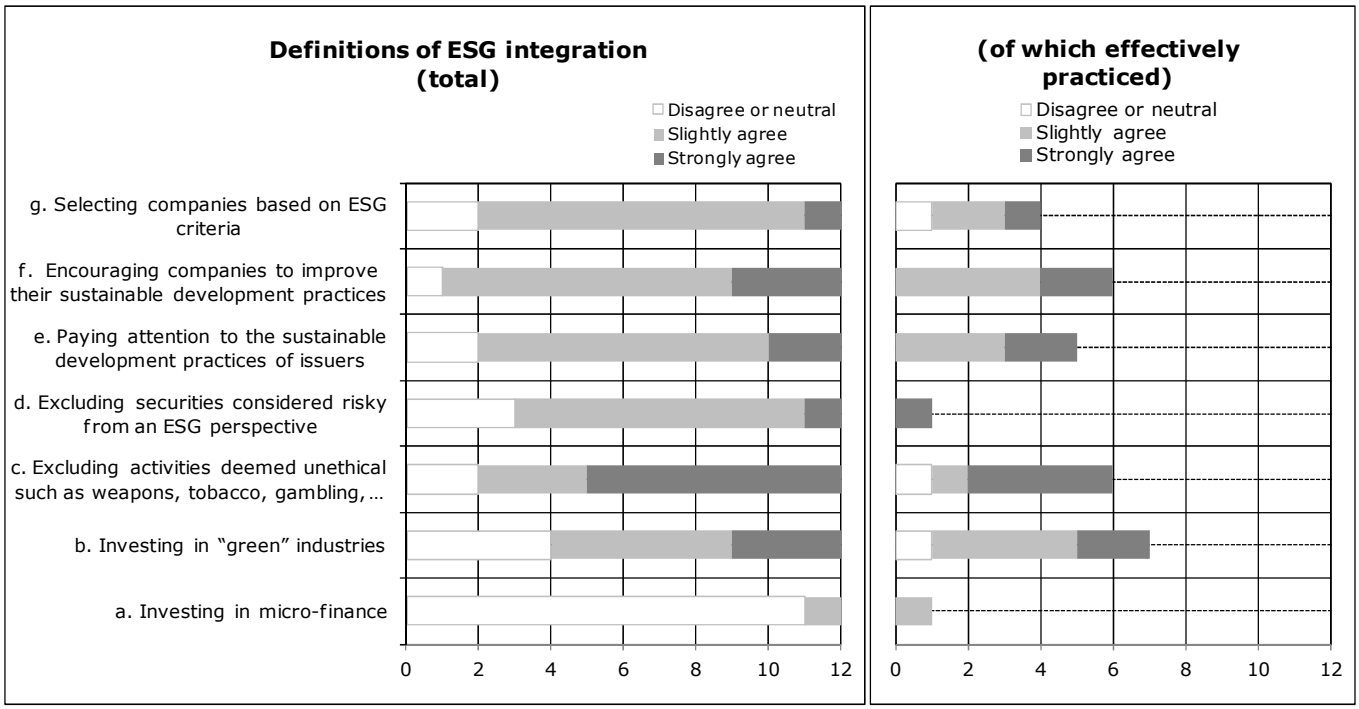
Respondents were given the same list of ESG integration practices as in Figure 10, and were asked which of these practices they had implemented. Results are shown in Figure 15. Note that three respondents did not fill any of these practices: one stated that it was an ongoing process, another one stated that they had no explicit practices and that issues were considered on a case-by-case basis, and the third one did not comment.

Figure 15 – ESG integration practices adopted



As we can see, the most listed practice is investment in green industries, closely followed by ethical exclusions and what we can call engagement, i.e. encouraging companies to improve their sustainable development practices. An interesting way to analyse these answers is to link them to the definitions given for ESG integration. Figure 16 shows on the left the same information as in Figure 10, which is the extent to which respondents agree to each definition, and on the right the existing practices, for each definition and for each level of agreement.

Figure 16 – ESG integration definitions and practices



In order to understand this graph and the following statistics, let us clarify the data: each investor gives an opinion on a definition and declares if he practices it or not. This yields, given 12 respondents and 7 definitions, a total of 84 opinions and up to 84 practices (we effectively have 30 practices). Given that we know each investor's answers, we can associate each of these 30 practices to a level of opinion (disagree, neutral, relatively agree, and strongly agree).

First, we note that respondents who disagree with a definition for ESG integration never implement this practice. Moreover, the graph shows on the right that, out of the 30 identified practices, only 3 correspond to definitions that were given a neutral judgement, as compared to 15 that were given a small agreement and 12 that were given a strong agreement. By level of agreement, we can count, for each level of opinion, the proportion where a practice was implemented. The rates are 0% for disagreement, 19% for neutral judgement, 36% for relative agreement and a whopping 71% for strong agreement. This is reassuring: first, the more investors agree on a definition for ESG integration, the more they are likely to implement it; and second, when an investor strongly agrees on a definition, he is very likely to implement it.

If we go into detail for each practice, we notice that investment in green industries is the most implemented despite not being the most agreed on practice; this may be due to the ease with which it can be put in place: once an investor defines a sector as being "green" (and this may sometimes lead to excesses) and invests in it, they can consider themselves a green investor. Additionally, investors may not consider green industries as an ESG investment but still invest in them for financial and environmental reasons, i.e. because these industries have a positive environmental impact and because they represent financial opportunities given the increasing environmental challenges. Also,

recent "green growth" public investment plans that were implemented in many countries may explain the deployment of this practice.

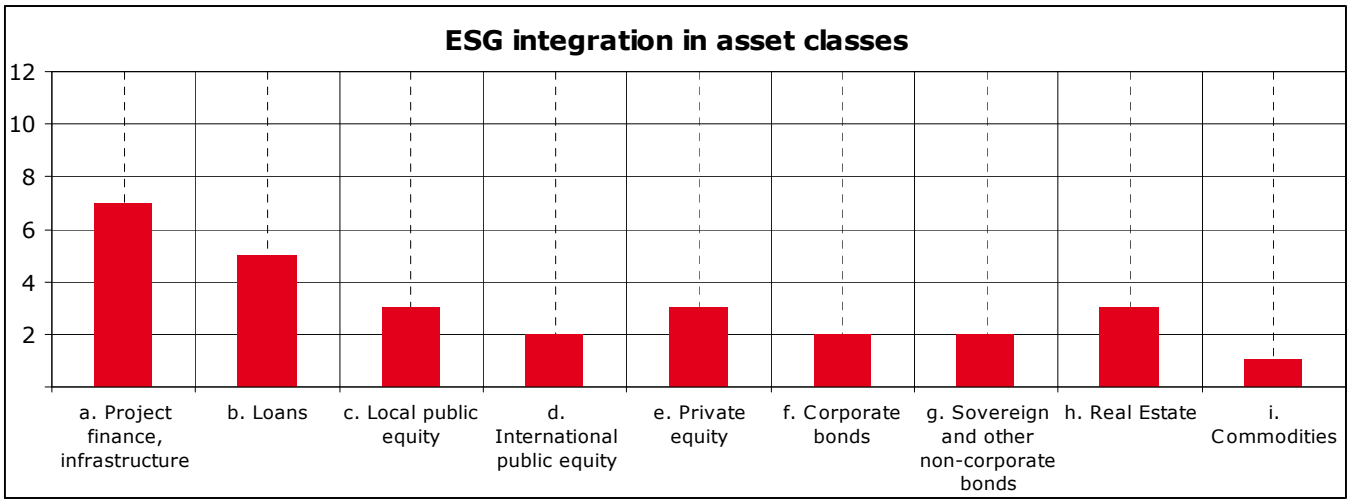
Ethical exclusions are a bit less straightforward to adopt, both because they require a slightly more thorough analysis of companies' involvement in controversial activities, and because they engage the investor in a moral stance, which some investors do not want to display. Still, they are much simpler to implement than the practices described below, and thus they are fairly well developed among respondents (50%).

As for the four practices pertaining to issuers' practices rather than activities ('d' to 'g'), it is a bit surprising to see that only one investor excludes risky securities, despite respondents being 75% to agree on a risk-management investment objective, 73% to consider that ESG integration can help reduce long-term risks, and 75% to agree on this definition of ESG integration. We could think that respondents are not fond of excluding securities and rely more on positive screening, especially given that the other three practices gather more support, but that is not consistent with the relatively high number of respondents that exclude unethical sectors; another explanation may be that they are not yet fully able to measure ESG risks and take them into account in their investments, but that they are striving to do so by paying attention to the sustainable development practices of issuers and encouraging them to improve those practices. This may be an optimistic view: paying attention to practices and encouraging improvements are statements that can be easily made, as they do not imply structured procedures and do not impact asset management; so this may explain the high number of respondents who claim to implement these practices. As for not being able to measure ESG risks, it could be a plausible reason, but it could also be that, far from being able to measure them, investors are not even fully aware of the nature of these risks. However, as we saw in previous results and to be consistent with their principles, long-term investors should be more preoccupied with ESG risks and, since they seem willing to exclude issuers for ethical reasons, we would expect to see more exclusions based on such ESG risks.

3.3.2 ESG integration by asset class

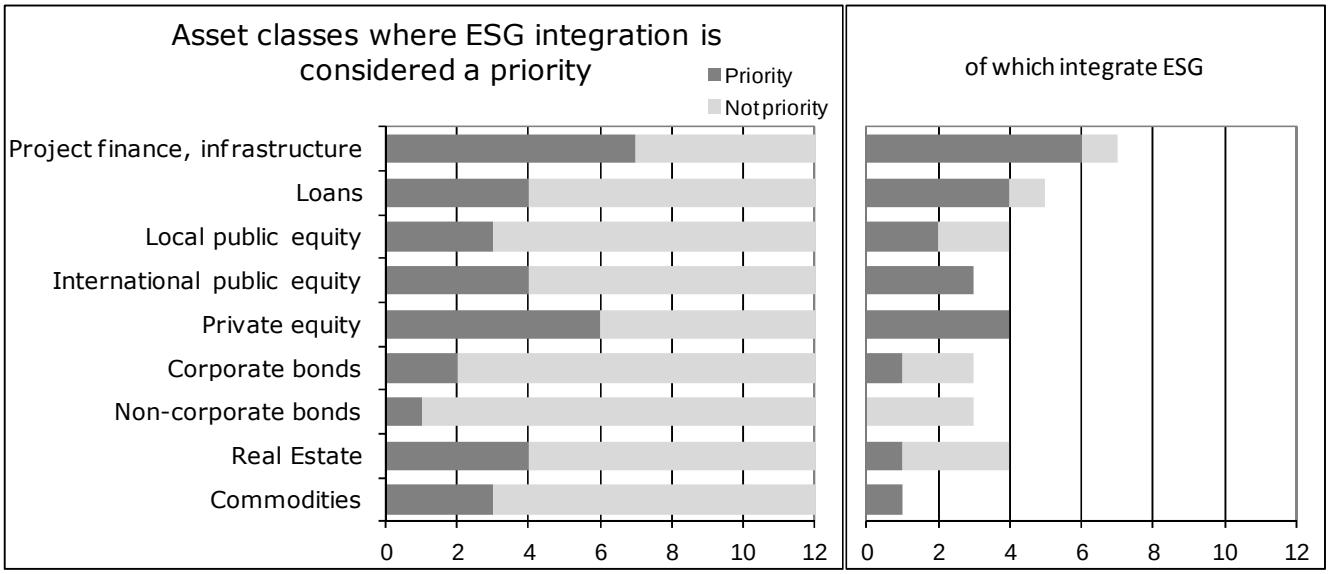
Respondents were given the same list of asset classes as in Figure 14, and were asked for which of these asset classes they integrated ESG issues. Results are shown in Figure 17. Note that two respondents did not fill any of these practices: one stated that they had no explicit practices and that issues were considered on a case-by-case basis, and the other one did not comment.

Figure 17 – ESG integration practices by asset class



Over half the respondents integrate ESG issues in project finance and infrastructure. Loans come in second, followed by local public equity, private equity, and real estate, all three with a quarter of respondents. In this case again, it would be interesting to compare these results with the ones from Figure 14, which showed the asset classes considered a priority for ESG integration. Figure 16 shows on the left the same information as in Figure 14, which is whether an asset class is considered a priority or not, and on the right the number of respondents integrating ESG issues for each asset class and each level of priority.

Figure 18 – ESG integration prioritisation and practices by asset class



Overall, out of the 34 identified practices, 22 came in asset classes considered a priority, and 12 from asset classes not considered a priority (Note however that respondents could only list 3 asset classes as priority, whereas they could list any number of asset classes as effectively integrating ESG issues). Among asset classes listed as priority, this represents 65% of implemented practices, and among asset classes not listed as priority, 16%. This makes sense since investors will implement ESG practices first on

those asset classes considered important. This could suggest that ESG integration is already here, and that there is potential for even more of it, especially for those 35% of priority asset classes that do not yet integrate ESG issues. An interesting thing to note is that there was a lot of heterogeneity in the number of asset classes with implemented practices for each investor: from 0 (3 investors) to 6 or more (3 investors). This explains the part on the right of the graph: most practices that came in a non-priority asset class were due to investors who could only list 3 priority classes but had practices on more than 3 asset classes. This is especially true for real-estate, listed as a priority by the 3 investors with no practices, and listed as a non-priority practice by two investors with 6 practices.

However, these results should be viewed with caution, as we do not know at what point a respondent considers that he integrates ESG in an asset class; this threshold could be low. Indeed, Figure 16 showed that the most implemented ESG practices were not necessarily the ones we initially assumed, i.e. the ones most related to financial impact. Also, excluding unethical sectors or investing in green sectors affects only marginally an asset class, as all other investments are not necessarily screened from an ESG perspective. Analysing the two graphs thus puts in perspective the extent of the apparent deployment of ESG practices among asset classes.

3.3.3 Tools and initiatives for ESG integration

Another set of questions covered the tools and initiatives adopted by respondents for their ESG integration practices. Results are shown in Figure 19, Figure 20 and Figure 21.

Figure 19 – Initiatives adopted regarding ESG integration

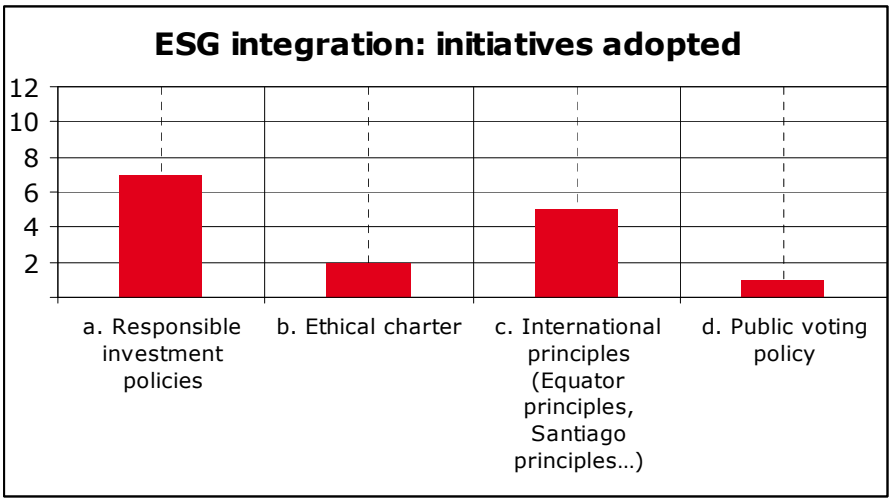


Figure 20 – Tools implemented regarding ESG integration

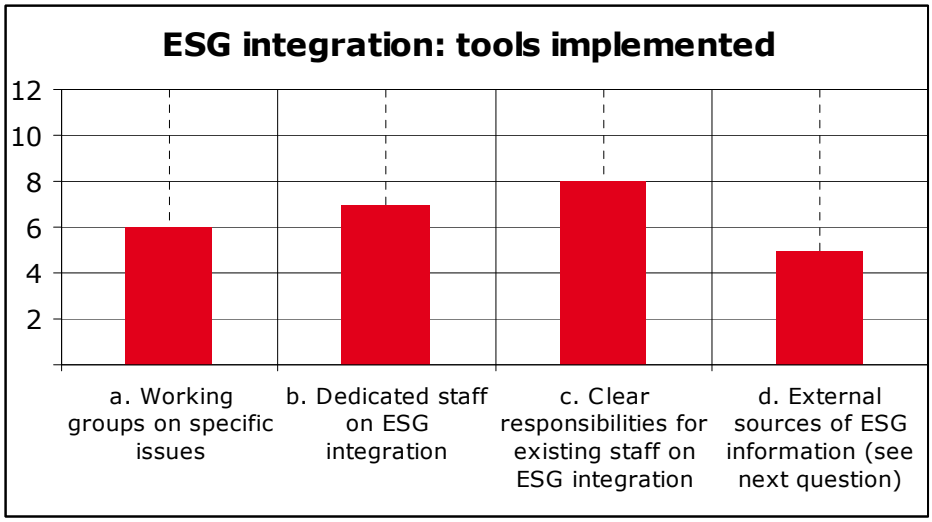
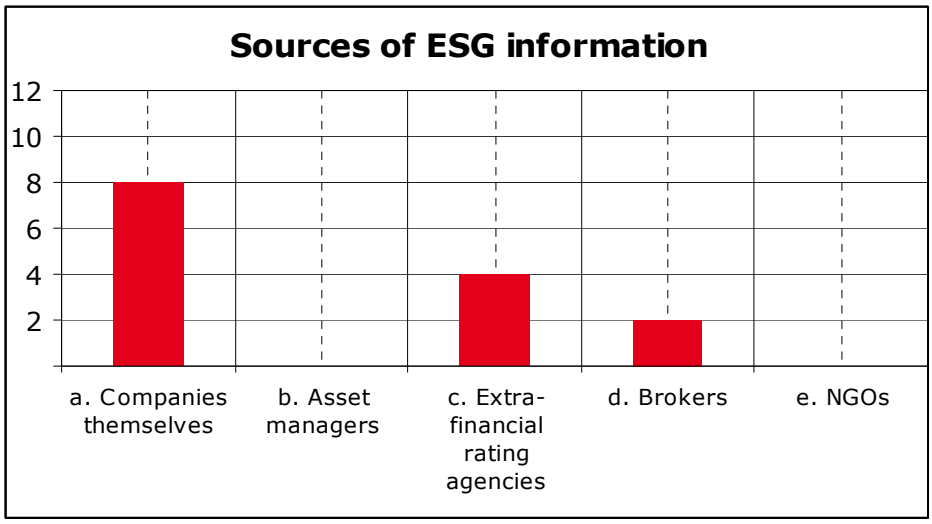


Figure 21 – Sources of ESG information



These results show that respondents have begun to acquire the tools needed for ESG integration, with 58% having a responsible investment policy, 42% signing international principles, 50% implementing working groups on specific issues, and a large majority having clear ESG responsibilities either for existing or dedicated staff. As for gathering ESG information, two thirds of the respondents rely directly on companies, whereas a third uses extra-financial rating agencies, and 17% use brokers.

The fact that a vast majority of respondents have implemented to some extent tools for ESG integration suggests that ESG issues are gaining importance and that these practices should continue developing in the future. The increasing place of ESG research in the work of brokers (Crifo and Ponssard 2008) as well as the more formalised ESG reporting requirements for companies (e.g. "Loi NRE" in France on new economic regulation) can both give investors more access to ESG information and further promote ESG integration. However, it is unclear if this information is relevant for all investors today: indeed, it would be useful for approaches that aim to analyse ESG performance of

companies and their impact on financial performance and risk, which was one of the motivations we initially assumed were dominant; however, the results of the survey showed that investors may in fact need some persuading in the relevance of these approaches.

4 Discussion and conclusion

Long-term investing is gaining importance in global finance, because of the light the financial crisis shed on the negative effects of dominant short-termism, because of the dire needs for long-term capital in the recovery of the world economy and the financing of infrastructures, and because these large investors are starting to cooperate and have come together in the Long-Term Investors Club (LTIC).

On the other hand, responsible investment is also gaining momentum for similar reasons: a response to reckless and opportunistic behaviours that are part of the cause of the financial crisis, an approach that considers major upcoming environmental and social challenges, and a vision that is carried by major international initiatives, not the least being UN-backed Principles for Responsible Investment (PRI).

Still, both concepts face lively debates. SRI proponents are divided among the financial impact of ESG criteria both in terms of performance and risks. This point has been thoroughly analysed in the literature, both academic and professional, with no clear consensus on the existence or absence of a link between extra-financial criteria and financial performance and risk. Many investors therefore believe that ESG criteria affect performance on a long-term basis and that the link cannot be measured yet.

On long-term investing, the debate revolves around the specificities of long-term performance, and whether it is achieved through short-term performance or on the contrary if it is incompatible with a short-term perspective.

4.1 LTIC and individual members' positions

The statements and principles of the Long-Term Investors Club suggest that long-term investors have a stance on these issues: they distinguish themselves from short-term investors and praise ESG factors as both financially relevant on the long-term and important for environmental and social improvement. In this sense, they should represent a strong voice in favour of ESG integration.

However, the results of a survey conducted among LTIC members tend to question these conclusions. Their detachment from short-term performance for the sake of long-term objectives isn't always clear; the same goes for their belief in the financial relevance of ESG approaches and their commitment to environmental and social performance. They also, on some occasions, tend not to be consistent from one question to another. This is both a sign that the concepts aren't necessarily clear for all investors, and not necessarily agreed on either. Many members of the club may not be as comfortable with ESG integration definitions as traditional SRI investors. However, there is no single respondent who did not believe that these issues were, at least on some level, relevant. Also, the increasing collaboration with the UN PRI is a positive sign for ESG integration

among LTIC members. For these reasons, we do not believe that the mixed results disprove the link between long-term and ESG integration, but rather that investors need to improve their understanding of these concepts and discuss them through in order to reach some form of consensus.

4.2 Typology of LTIC members

Beforehand, we could expect homogeneous responses among subgroups. For example, we expected better knowledge of ESG issues among institutions from developed countries, and bias towards positive screening practices and financial motivations among investors from continental Europe, based on the dominant practices in those SRI markets. In parallel, we expected investors from emerging countries to be less familiar with ESG concepts since ESG integration is much less present in those markets, and perhaps a bias towards ethical exclusions in countries such as Morocco and UAE based on the existence of such exclusions in Islamic finance. Concerning the ownership, we would expect more involvement in ESG issues and societal objectives from public-owned institutions, and essentially financial motivations by private-owned investors. Finally, regarding the main activity and asset classes, we would expect ESG practices focused on preliminary assessments for investors involved in project finance, while institutions invested in corporate equity would also resort to dialogue and engagement; indeed, it is extremely complicated to influence the environmental and social impacts of a project once it is implemented, making the preliminary assessment vital, whereas it is possible to influence the ESG practices of companies after investing in them.

Based on the survey responses, we try to apply such typology to LTIC members. However, given the limited number of respondents (12) and their heterogeneity (geographic region, size, main activities, asset classes involved, ownership, mission, etc.), it is extremely complicated to derive a comprehensive classification. On specific dimensions, we do however sense that ESG issues are more advanced in developed markets (Western Europe and North America), although a lot of heterogeneity remains even among these subsets. Also, among institutions from emerging countries, there are few advanced practices, some very clear will to adopt and develop responsible investment policies, and also some lack of interest in implementing such approaches. Regarding our preliminary expectations, the lead of developed countries in ESG awareness exists but is not that clear, and bias towards positive screening didn't exist; development banks are indeed very involved in impact assessments of projects, more often on environmental than on social aspects; no indication of Islamic finance influence appeared on ethical exclusions; more surprisingly, the ownership of institutions didn't give clear results on the societal motivations, as both public and private institutions displayed both high and low levels of involvement.

Another limitation, beyond the size of the panel, is the absence for example of Anglo-Saxon investors, which could have challenged the initial assumptions on the survey results. It may be that the principles of the LTIC, which were adopted by the four founding institutions (all from continental Europe: France's CDC, Germany's KfW, Italy's CDP and the European Investment Bank), created a selection bias by adopting from the beginning a vision that is clearly not the Anglo-Saxon one that is more focused on

negative screening and ethical and reputational motivations. This may also explain why the survey results were not always in line with those principles, as the new members did not necessarily fully comply with them; still, some heterogeneity occurred even among the four founding members.

4.3 Conclusion

Given these results, we can therefore expect, or at least call for, some discussion within the LTIC on responsible investment and ESG integration definitions, motivations and practices. This could lead to a position that would be more consensual and more in line with the Club's principles. On an internal level, best practices would be shared and linked to each asset class and each type of motivation (financial, societal, ethical, or reputational). On an external level, it could give long-term investors a stronger input in the on-going debates on long-term, responsible investing, and the articulation between the two.

Bibliography

- Aglietta, M., S. Montagne, A. Rebérioux, S. Rigot (2007). *Investisseurs à long terme et gouvernance*. Projet de recherche sous contrat de l'Institut CDC pour la Recherche.
- Arjaliès (2009a). *Explaining organisational diversity when faced with institutional change, the example of Socially Responsible Investment.* Working paper.
- Arjaliès (2009b). *A social movement perspective on finance: how Socially Responsible Investment mattered.* Journal of Business Ethics 92(1): 57-78.
- Azoulay, O., V. Zeller (2006). *ISR: stratégie de "niche" ou "mainstream"?* Revue d'économie financière 85: 191-208.
- Capelle-Blancard, G., S. Monjon (2010). *Socially responsible investing: it takes more than words.* Working paper Cepii.
- Capelle-Blancard, G., S. Monjon (2011). *The performance of socially responsible funds: does the screening process matter?* Working paper Cepii.
- Cavaco, S., P. Crifo (2010). *Complementarity between CSR practices and corporate performance: an empirical study*. In Crifo, P., J.-P. Ponssard, *Corporate social responsibility: from compliance to opportunity?.* Éditions de l'École Polytechnique, Palaiseau.
- Crifo, P., N. Mottis (2011). *L'investissement socialement responsable en France: opportunité "de niche" ou placement "mainstream" ?* Gérer et comprendre 104: 14-25.
- Crifo, P., J.-P. Ponssard (2008). *RSE et/ou performance financière : points de repère et pistes de recherche*. École Polytechnique – CNRS. Département d'économie, Cahier 2008-15.
- Eurosif (2010). *European SRI study 2010*.
- Glachant J., J.-H. Lorenzi, A. Quinet, P. Trainar (2010). *Investissements et investisseurs de long terme*. Rapport du Conseil d'Analyse Économique, n° 91, La Documentation Française.
- Landier, A., V. Nair (2008). *Investing for change: profit from responsible investment.* Oxford University Press.
- Lewis A., C. Juravle (2010). *Morals, markets and sustainable investments: a qualitative study of champions.* Journal of Business Ethics 93(3): 483-494.
- Margolis, J., H. Elfenbein, J Walsh (2007). *Does it pay to be good? A meta-analysis of research on the relationship between corporate social and financial performance.* Harvard University working paper.
- Mercer (2009). *Shedding light on responsible investment: approaches, returns and impacts.*
- Novethic (2010a). *European Asset Owners: ESG perceptions and Integration Practices.* (available at www.novethic.com)
- Novethic (2010b). *Achieving investment objectives through ESG integration.* (available at www.novethic.com)

- Novethic (2010c). *SRI: How to rate and select governments.* (available at www.novethic.com)
- Novethic (2011a). *The French SRI market in 2010.* (available at www.novethic.com)
- Novethic (2011b). *Shareholder engagement: A promising SRI practice.* (available at www.novethic.com)
- Novethic (2011c). *An overview of extra-financial rating agencies used by French investors.* (available at www.novethic.com)
- Oddo (2010). *Convictions ISR 2010.* Oddo Securities.
- Scholtens, B. (2006). *Finance as a driver of Corporate Social Responsibility.* Journal of Business Ethics 52(1): 45-57.
- Trucost (2010). *Carbon footprints, performance and risk of US equity mutual funds.*
- UFG-LFP (2009). *Analyse des performances de portefeuilles "Best of" et "Worst of" ISR de l'Eurostoxx300: Une contribution empirique à la question de l'effet d'une sélection ISR sur la performance des portefeuilles.* Centre de recherche - Groupe UFG-LFP: Les dossiers de la recherche (1).
- UN-PRI (2011). *Report on progress 2010, an analysis of signatory progress and guidance on implementation.* United Nations Principles for Responsible Investment.
- UNEP-Fi, Mercer (2007). *Demystifying responsible investment performance. A review of key academic and border research on ESG factors.*

Appendix 1 - The Long-Term Investors Club (LTIC)

The Long-Term Investors Club (LTIC) was founded in April 2009 by four major European institutional investors. It grew to reach 14 members (as at September 2011, see Table 1) and is increasingly representative of long-term investors: public and private institutions; pension funds, reserve funds, development banks, hybrid institutions; investors from 12 countries and 4 continents; investors with a combined balance sheet total of USD 3000 billion.

It defines long-term investors as "public or private investors who share at least the following features: long-term investment horizon and balance sheet with no liability obligations or obligations far in the future."

The LTIC believes that the financial crisis stemmed from the short term vision of investors, and that long-term investors have a crucial role in bringing stability to the global financial system. Furthermore, such investors are needed to face the challenges of urbanisation, infrastructure financing, and the shift to a low carbon economy. Therefore, it aims to bring together "major worldwide institutions including sovereign wealth funds, public sector retirement funds, private sector pension funds, economists, financial policy makers, and regulators to assert their common identity as long-term investors, to open the way to greater cooperation between us all and to deliver the message that fostering the right conditions for long-term investment will be an important element in promoting growth and economic stability".

The members of the LTIC have agreed on seven key principles:

1. *We believe that long-term investors' ability to adopt a long-term horizon in investment strategies is a defining characteristic among investors in the global economy.*
2. *We believe that long-term investors have been playing and will go on playing a positive role in the global economy by supporting sustainable economic growth :*
    a. *In periods of crisis through a stable investor behaviour that allows value creation over the long-term,*
    b. *In periods of growth through financing long-term projects that are less profitable in the short term than short-term investments but more profitable to the national and global economies in the long-term.*
3. *We believe in and support the establishment of an international philosophy of long-term investment organizations and we will work for that purpose in close cooperation with the main international financial, economical, and political governance bodies.*
4. *We believe that long-term investment must support social and environmental improvement; therefore we will invest in accordance with the internationally recognized social and environmental responsibility policies.*
5. *We share a common identity as long-term investors, although our organizations cover a wide range of financial institutions such as pension funds, sovereign*

wealth funds, public investment institutions, reserve funds, endowment funds, development banks, and/or pension benefit guarantee schemes.

6. *We believe that Environmental, Social and Governance issues can affect the performance of investors' portfolios in a long-term perspective and that taking these issues into account may better align investors with broader objectives of society.*
7. *We believe that our diversity makes our commitments stronger and our unity as long-term investors more meaningful.*

Appendix 2 – Insights on the LTIC members

The following section presents, for each member of the LTIC who agreed to participate in this project, some notable features of their responsible investment policies and practices. These results are based on public communication, reports, and when possible interviews conducted with representatives of the institution. They aim to provide some insight but are not intended to cover the whole range of each institution's commitment to these issues.

Ontario Municipal Employees Retirement System (OMERS – Canada, Ontario)

OMERS is focused on long-term investment returns. The Ontario-based pension fund believes environmental and social issues can have an impact on returns as well-managed companies demonstrate high ethical and environmental standards. As such, OMERS believes environmental and social issues should be taken into account in the context of its overall evaluation of any investment opportunity. OMERS approaches this evaluation on a case-by-case basis rather than as a formal policy in order to afford it maximum flexibility in managing a multi asset, multi-jurisdictional environment.

Caisse de dépôt et placement du Québec (CDPQ – Canada, Quebec)

As a public and very transparent investor, CDPQ is accountable both towards its government and the public opinion. ESG issues, which are also inherent to the core values of the institution, are therefore largely viewed as a means to manage reputational risks. Furthermore, the financial impact of these issues is hard to establish. For these reasons, CDPQ favours dialogue with companies and systematic voting in AGMs rather than prior selection based on ESG criteria, although companies involved in controversial weapons are excluded.

European Investment Bank (EIB – Europe)

As the largest international non-sovereign lender, EIB has a significant strike force, which it uses to promote high environmental and social standards. Such policies, as well as their procedure handbook and resulting project assessments, are among the wealth of information publicly available on EIB's commitment. The three pillars of EIB's corporate responsibility are those ex ante and ex post project assessments, which rely on three working groups (environment, social, and climate change); innovative products such as climate change bonds or energy efficiency bonds; and strong internal CSR policies to be an "employer of choice" and remain consistent with its external standards.

Caisse des Dépôts et Consignations (CDC – France)

Caisse des Dépôts, as a large public institution with a general interest mission, is a key player in sustainable development and responsible investment. While involved in the financing of social housing or sustainable cities, the group also takes into account ESG issues in project finance and progressively across all capital market asset classes, both through assessment and monitoring of investments and through dialogue that aims to improve their ESG practices. Some original practices include incentivising internal

managers to incorporate ESG criteria, developing a thorough ESG questionnaire for private equity funds, or contributing to the development of carbon markets.

Kreditanstalt für Wiederaufbau Bankengruppe (KfW – Germany)

KfW puts forward several motivations for ESG integration: consistency with its identity; a complement to its sustainability activities; and a belief in long-term financial effect, although it cannot be proven yet. For its treasury management, on top of the usual credit analysis, KfW also rates issuers on their ESG practices. Top-rated issuers are overweighed in the portfolio, whereas investments in those with a weaker rating are restricted. Issuers may also be excluded based on the IFC exclusion list. Yearly letters are sent to all issuers to inform them on their ranking. This combination of selection, exclusion and engagement pressures the issuers to improve their ESG practices.

Infrastructure Development Finance Company Ltd (IDFC – India)

In a country with massive infrastructure needs, IDFC has a crucial role with implications both in terms of long-term aspects and ESG impacts. The institution assesses and monitors the environmental and social risks of its investments through a dedicated Environment Management and Social Development Group. It publishes or contributes to studies on sustainability issues such as India's infrastructure development in a low carbon economy, green buildings, renewable energies, sustainable waste management, etc. IDFC also gathered under the IDFC Foundation all aspects related to its internal and external CSR initiatives.

Cassa Depositi e Prestiti (CDP – Italy)

With 70% of its ownership held by the Italian government, CDP has a general interest mission. While the integration of ESG issues is not formalised, the institution's fields of investment are defined by law and driven by public interest implications, in sectors such as transportation, public services, social housing, or energy. CDP also relies on a code of ethics that applies to all its employees and partners, and takes part in various joint investment projects among the LTIC.

Caisse de Dépôt et de Gestion (CDG – Morocco)

The sustainable development strategy of CDG is part of the national policy of Morocco. With an emphasis on resource scarcity (water, energy, forests), all significant infrastructure projects in the country have to conduct an environmental impact assessment. While CDG aims to deploy a responsible investment policy on all its activities, the institution stresses the need to take into account the specificities of emerging countries, in which priority issues may vary. Hence the interest of sharing experiences with other, different long-term and responsible investors.

Bank Gospodarstwa Krajowego (BGK – Poland)

The primary business objective of BGK is to provide banking services for Poland's public finance sector, in particular through the support of the government's economic programs as well as programs that use public (including EU) funds. Its recently approved strategic program for 2010-2014 includes active participation in transport, municipal and environmental protection-related infrastructure. BGK is also involved in high-impact

projects related to social housing, student loans, waterway transport, as well as a large-scale Energy Efficiency Program.

Vnesheconombank (VEB – Russia)

The state-owned bank for development aims to promote the competitiveness and diversification of the Russian economy. As such, one of its focuses is to finance infrastructure, efficient use of resources, and innovation. VEB runs for example with IBRD a program to finance energy efficiency projects. The institution also became in 2009 the first state corporation in Russia to publish a sustainability report, in which it endorses principles such as transparency, responsibility towards stakeholders and support for projects with positive environmental and social impacts.

Türkiye Sinai Kalkinma Bankasi A.s. (TSKB – Turkey)

TSKB is a central player in the Turkish economy in the fields of corporate loans and investment banking, to which it strives to incorporate sustainability through its "Environment: Our Priority" program. Environment is thus a key determinant in the loan evaluation process, in terms of risks, impacts and mitigation steps. TSKB also internalised this sensitivity with its ISO 14001 certified Environmental Management System, and is a key financer of renewable energy, waste management, and efficiency projects in Turkey.

Mubadala Development Company (MDC – United Arab Emirates)

Mubadala's objective is to facilitate the diversification of Abu Dhabi's economy, and deliver sustainable financial returns and strong social benefits to the United Arab Emirates. By investing in greenfield projects and taking majority stakes in companies with active board membership, Mubadala can push forward high ESG and ethical standards in issues such as healthcare, job creation, energy efficiency, carbon capture, etc. As a member of the LTIC, Mubadala can bring its knowledge of Middle Eastern markets and its voice to the necessary regulatory adjustments to encourage long-term investing.

Appendix 3 – Questionnaire sent to LTIC members

Information about you

1. Name of respondent
2. Job title
3. Telephone
4. E-mail

Your understanding of LT and ESG concepts

Long term

5. Do you agree with the following definitions of long-term investing? Please rate each answer from 1 (strongly disagree) to 5 (strongly agree)

	1	**2**	**3**	**4**	**5**
a. Investing for long periods in assets such as infrastructure projects, long-maturity bonds, equity					
b. Ensuring a stable, regular annual return					
c. Accepting lower short-term returns for higher long-term returns					
d. Accepting lower returns for lower risk					
e. Investing in a diversified portfolio that is representative of the economy					
f. Keeping the same asset allocation over time					
g. Investing in assets or projects that other short-sighted investors won't finance					

ESG integration

6. Do you agree with the following definitions of ESG integration? Please rate each answer from 1 (strongly disagree) to 5 (strongly agree)

	1	**2**	**3**	**4**	**5**
a. Investing in micro-finance					
b. Investing in "green" industries					
c. Excluding activities deemed unethical such as weapons, tobacco, gambling, alcohol, pornography, etc.					
d. Excluding securities considered risky from an ESG perspective					
e. Paying attention to the sustainable development practices of issuers					
f. Encouraging companies to improve their sustainable development practices					
g. Selecting companies based on ESG criteria					

Your motivations

Long term

7. In one sentence, why do you consider yourself a long-term investor?
8. What are your main expectations from joining the LTIC?
9. What are your main investment objectives? Please rate each answer from 1 (not important at all) to 5 (very important)

	1	2	3	4	5
a. High returns					
b. Regular returns					
c. Risk management					
d. Liquidity					
e. Security					
f. Social impact					
g. Public/national policy (please specify)					

Long term and ESG

10. Do you think there should be an articulation between long-term horizon and ESG issues?
11. If yes, what would be the motivation? Please rate each answer from 1 (not important at all) to 5 (very important)

	1	2	3	4	5
a. Reducing long-term risk					
b. Identifying long-term opportunities					
c. Contributing to a more sustainable model of development					
d. Improving the impact on society and environment					
e. Preserving your reputation as an investor					
f. Other (please specify)					

ESG integration

12. Do you think environmental issues should be taken into account by investors? If yes, which one would you consider a priority?
    a. *Climate change*
    b. *Energy*
    c. *Scarcity of resources*
    d. *Pollution*
    e. *Other (please specify)*
13. Do you think social issues should be taken into account by investors? If yes, which one would you consider a priority?

a. *Labour policies*
b. *Trade unions rights*
c. *Human rights*
d. *Health and safety*
e. *Other (please specify)*

14. Do you think corporate governance issues should be taken into account by investors? If yes, which one would you consider a priority?
    a. *Transparency*
    b. *Independence of the board*
    c. *Separation of chairman and CEO functions*
    d. *Executive compensation*
    e. *Other (please specify)*
15. In your opinion, what are the asset classes and activities where ESG issues are most important? Select up to three items from the following list
    a. *Project finance, infrastructure*
    b. *Loans*
    c. *Local public equity*
    d. *International public equity*
    e. *Private equity*
    f. *Corporate bonds*
    g. *Sovereign and other non-corporate bonds*
    h. *Real Estate*
    i. *Commodities*
    j. *Other (please specify)*

Your strategy, practices and projects

If you haven't implemented some of these practices but plan to do so in the coming year, please specify it where applicable.

Long-term

16. What is your investment horizon, in years?
17. What is your optimal asset allocation for this horizon?
18. What is your average length of detention of equity stocks, in years?
19. What is your horizon when assessing infrastructure projects, in years?

ESG integration practices

20. Do you take into account ESG issues?
21. If yes, what are your ESG integration practices? Please detail them
    a. *Investing in micro-finance*
    b. *Investing in "green" industries*
    c. *Excluding unethical sectors such as weapons, tobacco, gambling, alcohol, pornography, etc.*
    d. *Excluding securities considered risky from an ESG perspective*
    e. *Paying attention to the sustainable development practices of issuers*

f. *Encouraging companies to improve their sustainable development practices*
g. *Selecting companies based on ESG criteria*
h. *Other (please specify)*

22. Do you encourage companies to improve their ESG practices? If yes, how?
    a. *Through private dialogue with company management*
    b. *Through the exercise of voting rights*
    c. *By filing shareholder resolutions*
    d. *Other (please specify)*
23. Do you integrate ESG issues in the following asset classes and activities?
    a. *Project finance, infrastructure*
    b. *Loans*
    c. *Local public equity*
    d. *International public equity*
    e. *Private equity*
    f. *Corporate bonds*
    g. *Sovereign and other non-corporate bonds*
    h. *Real Estate*
    i. *Commodities*
    j. *Other (please specify)*

Tools and resources

24. What initiatives have you adopted or do you plan to adopt?
    a. *Responsible investment policies*
    b. *Ethical charter*
    c. *International principles (Equator principles, Santiago principles…)*
    d. *Public voting policy*
    e. *Other (please specify)*
25. What tools have you implemented or do you plan to implement in this regard?
    a. *Working groups on specific issues*
    b. *Dedicated staff on ESG integration*
    c. *Clear responsibilities for existing staff on ESG integration*
    d. *External sources of ESG information (see next question)*
    e. *Other (please specify)*
26. What are your sources of ESG information?
    a. *Companies themselves*
    b. *Asset managers*
    c. *Extra-financial rating agencies*
    d. *Brokers*
    e. *NGOs*
    f. *Other (please specify)*

Collaboration with other investors

27. Outside the LTIC, do you collaborate with other investors on long-term and ESG dimensions?
28. What is your position on the UN Principle for Responsible Investment?

a. Are you familiar with the initiative?
b. Does it apply to your institution?
c. Did you sign it or do you consider signing it?

Communication

29. Do you publicly report on long-term and ESG dimensions? If yes, what information do you publish and what is the aim of this disclosure?

Other

30. Do you think that an important issue related to your long-term and ESG practices was not covered in this questionnaire? If yes please specify.

Résumé

L'investissement socialement responsable (ISR) est un concept qui gagne de l'importance en France et dans le monde, notamment avec la montée en puissance des enjeux du développement durable et les effets des crises financières qui ont remis en cause les comportements dominants dans la gestion financière. La thèse s'intéresse à deux types d'investisseurs très différents : les épargnants particuliers et les grands investisseurs institutionnels de long terme. Pour les premiers, la recherche s'intéresse au marché des fonds ISR qui leur sont proposés, et propose un cadre pour comprendre l'inefficacité de ce marché et des moyens d'y remédier. Sont ainsi analysés les facteurs de complexité du marché des produits financiers ISR, le rôle possible des labels dans l'amélioration de l'efficacité du marché, et les critères que ces labels doivent remplir pour parvenir à cet objectif. Est ainsi proposée une grille généralisable à tout marché de produits présentant des caractéristiques environnementales ou sociales. La thèse observe ensuite les interactions entre plusieurs initiatives de labellisation présentes sur un même marché. Sur la base notamment de leurs objectifs stratégiques de maximisation du profit ou du bien-être social, des scénarios d'interaction sont proposés et permettent de mieux comprendre les évolutions observées sur des marchés ayant vu plusieurs initiatives coexister, comme le commerce équitable ou l'agriculture biologique. Cette grille de lecture est ensuite appliquée au marché ISR afin de décoder les interactions entre labels et proposer des évolutions possibles. Enfin, la thèse s'intéresse aux liens entre long terme et ISR, et plus spécifiquement à la position des investisseurs se réclamant de long terme sur les enjeux animant l'ISR. Une enquête menée auprès des membres du Club des Investisseurs de Long Terme (LTIC) permet de voir qu'au-delà des positions collectives affichées par le Club, une harmonisation des perceptions et des pratiques reste nécessaire parmi ses membres afin de mieux peser sur les débats professionnels en cours.

Mots-clés : Investissement socialement responsable, Épargnants particuliers, Labellisation, Certification, Investisseurs de long terme.

Summary

Socially responsible investment (SRI) is gaining ground, partly because of the rise of sustainable development issues and the effects of recent financial crises, which questioned the dominant behaviours in financial management. The thesis analyses two very different types of investors: individuals and long-term institutional investors. For retail investors, the dissertation observes the SRI funds market and suggests a framework to understand its inefficiency and possible solutions. The complexity factors of this market are analysed, as well as the possible role of certification schemes in improving its efficiency, and the criteria these schemes must meet. The resulting assessment grid can be extended to any market with environmental or social characteristics. The thesis proceeds to study the interactions between several certification schemes present on the same market. Based on their strategic objectives of profit or welfare maximization, different scenarios are proposed and used to observe the evolutions witnessed on several markets with multiple certification schemes, such as fair-trade or organic products. This framework is then used to understand the interactions between SRI labeling schemes and suggest possible evolutions. Finally, the thesis studies the links between long-term and responsible investing, specifically the position of long-term investors on SRI issues. A survey of Long-Term Investors' Club (LTIC) members shows that, beyond the collective positions displayed by the Club, an harmonisation of their individual perceptions and practices is necessary to allow them to weigh in on existing debates.

Keywords: Socially responsible investment, Retail investors, Certification, Long-term investors.