



**HAL**  
open science

## Le rôle de la labellisation dans la construction d'un marché. Le cas de l'ISR en France

Diane-Laure Arjaliès, Samer Hobeika, Jean-Pierre Ponsard, Sylvaine Poret

### ► To cite this version:

Diane-Laure Arjaliès, Samer Hobeika, Jean-Pierre Ponsard, Sylvaine Poret. Le rôle de la labellisation dans la construction d'un marché. Le cas de l'ISR en France: Le cas de l'ISR en France. Revue Française de Gestion, 2013, 39 (236), pp.93-107. 10.3166/rfg.236.93-107. hal-02642856

**HAL Id: hal-02642856**

**<https://hal.inrae.fr/hal-02642856>**

Submitted on 28 May 2020

**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.

# LE RÔLE DE LA LABELLISATION DANS LA CONSTRUCTION D'UN MARCHÉ

Le cas de l'ISR en France  
Diane-Laure Arjaliès *et al.*

Lavoisier | *Revue française de gestion*

2013/7 - N° 236  
pages 93 à 107

ISSN 0338-4551

Article disponible en ligne à l'adresse:

<http://www.cairn.info/revue-francaise-de-gestion-2013-7-page-93.htm>

Pour citer cet article :

Arjaliès Diane-Laure *et al.*, « Le rôle de la labellisation dans la construction d'un marché » Le cas de l'ISR en France,  
*Revue française de gestion*, 2013/7 N° 236, p. 93-107. DOI : 10.3166/RFG.236.93-107

Distribution électronique Cairn.info pour Lavoisier.

© Lavoisier. Tous droits réservés pour tous pays.

La reproduction ou représentation de cet article, notamment par photocopie, n'est autorisée que dans les limites des conditions générales d'utilisation du site ou, le cas échéant, des conditions générales de la licence souscrite par votre établissement. Toute autre reproduction ou représentation, en tout ou partie, sous quelque forme et de quelque manière que ce soit, est interdite sauf accord préalable et écrit de l'éditeur, en dehors des cas prévus par la législation en vigueur en France. Il est précisé que son stockage dans une base de données est également interdit.

**DIANE-LAURE ARJALIÈS**

HEC Paris

**SAMER HOBEIKA**

École Polytechnique

**JEAN-PIERRE PONSSARD**

École Polytechnique ; CNRS

**SYLVAIN PORET**

INRA ; École Polytechnique



# Le rôle de la labellisation dans la construction d'un marché

## Le cas de l'ISR en France<sup>1</sup>

*L'investissement socialement responsable (ISR) en France reste peu développé pour les investisseurs particuliers, en dépit d'une croissance forte des fonds ISR et du lancement de labels à leur intention. L'objectif de cet article est de mieux comprendre le rôle limité des labels. L'analyse s'appuie sur l'interaction entre trois éléments : label et asymétrie d'information, choix des attributs informationnels des labels et objectifs des organismes porteurs de labellisation, concurrence induite entre labels. Deux facteurs expliquent l'impact limité des labels. D'une part, les attributs informationnels mis en évidence par les labels reflètent plus le point de vue des sociétés de gestion que celui des investisseurs particuliers. D'autre part, la distribution de l'ISR auprès des particuliers passe majoritairement par les réseaux des banques et assurances, réseaux pour lesquels l'ISR ne constitue pas un véritable axe de différenciation concurrentielle.*

DOI:10.3166/RFG.236.93-107 © 2013 Lavoisier

1. Les auteurs remercient Gunther Capelle-Blancard, Dominique Blanc, Vanina Forget, Éric Giraud-Héraud et Carlos Pardo pour leurs remarques constructives. Ils remercient également la chaire « Finance durable et investissement responsable » pour le soutien apporté à ce projet de recherche.

L'investissement socialement responsable (ISR) peut être défini comme une démarche consistant à prendre en compte de manière systématique des critères extrafinanciers (éthiques, environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG)) dans la gestion financière. Apparu en France dans les années 1980, le marché de l'ISR se développe rapidement depuis les années 2000 : ses encours annuels étaient en hausse de 29 % en 2012 pour atteindre 149 milliards d'euros (Novethic, 2013). À en croire ces chiffres, le marché français de l'ISR ne connaît pas la crise et se développe même de façon soutenue. Cette observation initiale masque cependant une réalité beaucoup plus nuancée : si les encours ISR sont effectivement en croissance, ils restent principalement le fait d'investisseurs institutionnels, au détriment des investisseurs particuliers qui ne représentent que 28 % du marché et dont la proportion ne cesse de diminuer (Novethic, 2013).

Malgré les efforts de communication significatifs des sociétés de gestion au cours de ces dernières années à destination du grand public (ex : semaine de l'ISR ou mini-guide bancaire<sup>2</sup>), la profession peine à convaincre les investisseurs particuliers de la pertinence de l'ISR, et plus particulièrement de l'approche *best-in-class* visant à favoriser les entreprises les plus socialement responsables dans chaque secteur d'activité, quel qu'il soit. Afin de pallier ce problème, plusieurs organismes ont développé des démarches dites de « labellisation » des fonds ISR, principa-

lement axées sur une transparence accrue des processus de gestion<sup>3</sup>.

La multiplication de ces initiatives n'est pourtant pas sans poser problème. Elles tendent, d'une part, à complexifier l'offre ISR auprès des investisseurs particuliers en véhiculant des messages divers et parfois contradictoires sur ce qui peut être considéré comme un fonds ISR. En encourageant la transparence, notamment sur les entreprises en portefeuille, elles suscitent par ailleurs la montée de critiques parmi les particuliers et certaines ONG concernant le bien-fondé de l'approche *best-in-class*, pourtant dominante en France. Enfin, elles parviennent encore difficilement à démontrer que les fonds ISR sont différents des fonds conventionnels, à l'heure où de plus en plus de fonds non ISR intègrent des critères ESG dans le but d'améliorer la performance financière à long terme ; un phénomène connu sous le nom d'intégration ESG ou de *mainstreaming* et qui concerne plus de 90 % des fonds conventionnels français aujourd'hui (Arjaliès, 2010).

Fort de ce constat, cet article se propose d'étudier les différents projets de labellisation des fonds ISR qui se sont développés sur le marché français depuis le début des années 2000, principalement à destination des investisseurs particuliers : un sujet encore très peu étudié dans la littérature bien qu'il s'agisse d'un débat essentiel pour les praticiens (Hobeika, 2011). Il vise en particulier à mieux comprendre pourquoi de telles initiatives se sont multipliées au cours de ces dernières années

2. Les mini-guides bancaires, *L'ISR : un placement pour les particuliers*, hors-série publié par Les clés de la Banque, septembre 2012.

3. Le terme de labellisation est utilisé ici au sens large pour désigner toute initiative volontaire de signal de la qualité ou d'attributs spécifiques ISR des portefeuilles, que ce soit sous la forme de « labels ISR », de normes, de certifications, ou encore de codes de transparence ou d'accords volontaires issus des professionnels du secteur.

et les raisons qui expliquent la stagnation de la proportion des particuliers parmi les investisseurs ISR, malgré ces processus de labellisation.

Notre principale conclusion est que l'effet attendu par la labellisation ISR sur le marché des investisseurs particuliers reste encore en devenir. L'analyse repose sur l'interaction entre trois éléments que nous détaillons à présent.

Un label vise à améliorer le fonctionnement d'un marché sur un *bien de confiance* (Nelson, 1970), terme qui désigne un bien dont le consommateur est incapable d'évaluer par lui-même la qualité. Le rôle des codes de bonne conduite et des standards publics ou privés est alors de remédier à cette asymétrie d'information pour améliorer l'efficacité du marché. Notre premier point consiste donc à établir que les produits ISR constituent des biens de confiance, rendant pertinente l'apparition des labels.

Les initiatives de labellisation peuvent être issues de plusieurs types d'organismes avec des objectifs propres et pouvant être très différents les uns des autres<sup>4</sup>. On distingue traditionnellement deux grands types de porteurs de labellisation : les ONG et les entreprises (ou leurs associations professionnelles). Il existe aussi des organismes publics ou privés qui peuvent mettre sur le marché un label de manière autonome. Enfin, l'État peut prendre l'initiative d'une labellisation. Les attributs retenus par un label s'expliquent en partie par la nature de l'organisme porteur. Notre deuxième point consiste ainsi à expliciter les dynamiques sous-jacentes à l'apparition des

différents labels de 2002 à 2013, date à laquelle quatre labels sont en place.

Enfin, la multiplicité de labels induit une dynamique concurrentielle. Les économies d'échelle et de réseau jouent en effet un rôle important dans la production et la distribution d'un bien informationnel tel qu'un label. Sur ce type de biens, deux stratégies types sont possibles : recherche des économies d'échelle en vue de dominer le marché ou différenciation pour avoir un avantage commercial sur un segment de marché. Notre troisième point caractérise les poids relatifs des deux stratégies types dans la dynamique concurrentielle entre les labels ISR sur la période 2002-2013.

Forts de cette analyse, nous pouvons évaluer l'efficacité du processus de labellisation sur la structuration du marché de l'ISR pour les particuliers. Deux faiblesses sont pointées du doigt. D'une part, les attributs mis en évidence par la labellisation existante reflètent beaucoup plus le point de vue des producteurs (*i.e.* les sociétés de gestion) que des consommateurs visés (*i.e.* les investisseurs particuliers). Les premiers tendent ainsi à privilégier une approche *best-in-class* visant à favoriser des investissements de long terme tandis que les seconds sont plus sensibles aux procédures d'exclusion basées sur des critères éthiques et/ou normatifs. D'autre part, la distribution de l'ISR auprès des particuliers passe par les réseaux des banques et assurances, réseaux pour lesquels il ne constitue pas un véritable axe de différenciation concurrentielle.

Cet article est organisé de la manière suivante. Une première partie présente notre

4. Par exemple, de nombreux articles mettent en évidence l'objectif de préemption de la régulation par les approches volontaires issues des associations professionnelles (cf. Fleckinger et Glachant, 2011 ; Maxwell et Decker, 2006).

---

 MÉTHODOLOGIE
 

---

Cet article s'appuie sur trois principales sources d'informations : des entretiens menés avec des acteurs du secteur, de l'observation participante, et l'analyse des sites internet des principales banques de détail et des documents publics (presse et institutionnels) en lien avec la labellisation ISR. Au total, 23 entretiens semi-directifs ont été menés de 2010 à 2013 auprès de huit sociétés de gestion d'actifs, sept organismes impliqués dans des projets de labellisation, une agence de notation extrafinancière historiquement présente sur le marché, une ONG ayant ouvertement critiqué l'un des processus de labellisation, quatre investisseurs institutionnels, un distributeur, et l'AMF. Deux des auteurs ont également pu bénéficier d'une observation participante au sein d'une société de gestion d'actifs et d'un organisme porteur d'un label (Novethic) de 2006 à 2009 et de 2008 à 2011, dans le cadre de conventions doctorales CIFRE. L'analyse des données s'est principalement appuyée sur un codage thématique des entretiens reflétant les différents aspects de la labellisation (ex. : origines, formes, difficultés de la labellisation, etc.).

---

analyse. Une seconde détaille les deux faiblesses identifiées. Dans la conclusion, nous revenons sur les aspects méthodologiques propres à cet article, leurs limites et les développements possibles. Nous mentionnons également quelques pistes concrètes susceptibles d'aider la structuration du marché ISR envers les particuliers.

## I – LES PROCESSUS DE LABELLISATION SUR LE MARCHÉ FRANÇAIS DE L'ISR

### 1. Des biens de confiance qui peuvent bénéficier d'un label

Un fonds ISR est un produit conçu par un producteur, la société de gestion, et généralement distribué aux consommateurs, ici les investisseurs particuliers, *via* des réseaux bancaires ou d'assurance, dont dépendent

souvent les sociétés de gestion. La complexité inhérente aux produits financiers (Carlin, 2009) et la diversité des pratiques ISR que peuvent mettre en place les sociétés de gestion, donnent aux produits ISR la caractéristique d'un bien de confiance. Or, les normes relatives aux produits financiers ne concernent pas l'ISR<sup>5</sup>, ce qui explique notamment pourquoi les projets de labellisation ISR se sont multipliés ces dernières années. Deux approches de la labellisation sont théoriquement possibles : labelliser les *processus d'investissement* (*i.e.* la sélection des émetteurs est dite socialement responsable) ou labelliser le *contenu* des fonds, une démarche proche de celle d'un indice ISR qui s'intéresse au contenu du portefeuille (*i.e.* les émetteurs eux-mêmes sont socialement responsables).

---

5. Il s'agit principalement de la norme internationale ISO 22222 « Exigences pour les conseillers en gestion de patrimoine » (décembre 2005) de la certification NF reporting financier (NF343) concernant SICAV et FCP, et qui repose notamment sur les normes ISO/CEI 9126-1:2001 et NF ISO/CEI 25051 (dédiées à la qualité des logiciels et l'évaluation), et un code de bonne conduite relatif à la présentation des performances et des classements d'OPCVM de l'AFG-ASFII.

## 2. Les processus de labellisation

Nous présentons en détail (cf. tableau 1) l'historique et les caractéristiques des quatre différents processus de labellisation existant en 2013. L'Afnor (Association française de normalisation) avait déjà conduit une consultation sur le sujet en 2008 à la demande du Cercle européen de l'ISR et de la Commission ISR de l'AFG et Ecocert s'était rapprochée de l'AFG en 2010, mais ces deux initiatives n'ont pas eu de suite. De son côté, l'Autorité des marchés financiers (AMF), organisme de régulation du secteur financier, ne s'est pas pour l'instant intéressée à l'ISR. En 2013, Paris Europlace – qui représente les marchés financiers français – s'est officiellement montré favorable à un label européen ISR, mais sans préciser lequel.

### *Le label CIES*

Le Comité intersyndical de l'épargne salariale (CIES) créé en 2002 regroupe quatre syndicats : CFE-CGC, CFDT, CFTC et CGT. 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. L'objectif ultime du comité, du fait de son statut et de sa composition, est la défense des intérêts des salariés.

Le cahier des charges du label CIES a été élaboré par le comité en 2002, puis mis à jour en 2005 et 2008. Il regroupe trois grands critères. Le premier porte sur l'ISR vu comme un critère naturel car censé mettre en cohérence l'investissement avec l'intérêt des salariés. Il stipule notamment que la société de gestion doit disposer d'une équipe interne dédiée s'appuyant

sur au moins une ou deux sources d'information externes (agences de notation extrafinancière). Il ne précise pas néanmoins ce qu'entend le CIES par « ISR », l'appréciation de la qualité des processus d'investissement étant faite par le comité lui-même. Les autres critères portent sur l'intérêt des salariés et la gouvernance. Ils stipulent qu'une gamme regroupant l'ensemble des classes d'actifs avec possibilité de déplacer son épargne entre ces dernières soit proposée aux salariés (quatre fonds minimum sont exigés dont un monétaire et un solidaire) et que ces derniers soient majoritaires aux conseils de surveillance des fonds afin de pouvoir décider des orientations de la politique de gestion et de vote (un comité de suivi doit être de plus mis en place). Enfin, le CIES doit avoir la capacité d'auditer les sociétés de gestion afin de vérifier la cohérence de leurs pratiques avec leurs engagements.

Au 1<sup>er</sup> janvier 2013, 13 gammes interentreprises et deux fonds dédiés détenaient le label CIES, pour un encours de 10 milliards d'euros (soit 20 % de l'épargne salariale diversifiée) et une couverture des principaux réseaux. Ils n'étaient que deux lauréats sur 27 candidats lors de la première session en 2002. L'essor du label a ainsi dépassé les attentes du CIES. Un des apports majeurs du label est venu du fait d'imposer aux sociétés de gestion de disposer d'une équipe interne d'analyse extrafinancière. 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. 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. 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.

### ***Le code de transparence AFG-FIR-Eurosif***

L'Association française de gestion financière (AFG) est une association professionnelle regroupant les sociétés de gestion agréées en France. Son objectif est de défendre les intérêts de ses membres. Une commission regroupant une trentaine de sociétés de gestion travaille régulièrement sur les sujets relatifs à l'ISR. Au vu du statut et de l'objectif de l'AFG, porter un label vise à renforcer la crédibilité de l'ISR (en évitant des comportements qui porteraient préjudice à l'ensemble du secteur) et, éventuellement, à limiter l'apparition d'une régulation publique. Ceci suppose un équilibre entre critères trop contraignants ou trop laxistes.

L'Eurosif (l'association européenne de promotion de l'ISR) a été à l'initiative de ce label en 2005. Les deux mises à jour (2010 et 2013) ont été initiées par le FIR (Forum pour l'investissement responsable) et l'AFG, qui pilotent dorénavant la version française d'un code de transparence pour les fonds ISR ouverts au public (des compléments et validations ont été obtenus par les autres SIF et l'Eurosif). Il s'agit d'un questionnaire détaillé dont les réponses sont publiées, dans le but de clarifier les pratiques ISR des sociétés de gestion pour le grand public. Les questions portent sur quatre grands thèmes : données générales, méthodologie d'évaluation ESG des émetteurs, processus de gestion, et contrôle et

reporting ESG. Les réponses ne font pas l'objet de contrôle *a posteriori*, mais elles sont obligatoires et publiques pour tout fonds ISR distribué par une société de gestion membre de l'AFG, soit essentiellement tout fonds ISR français.

Pour ce qui est de l'impact de cette initiative, le fait de l'avoir rendue obligatoire en 2010 a certainement amélioré la transparence, même si la qualité des réponses et leur lisibilité restent très inégales. Sur le volet de la régulation, l'objectif de l'AFG est actuellement rempli puisque le régulateur (l'AMF) se satisfait de cet outil à ce jour.

### ***Le label Novethic***

Novethic est une filiale de la Caisse des dépôts fondée en 2001, qui n'a pas de but lucratif et a entre autres pour objectif le développement et la promotion de l'ISR. Novethic se définit comme un centre de recherche sur l'ISR et le développement durable mais son positionnement et son fonctionnement inscrivent cette organisation à la croisée de deux modèles, celui d'une ONG et celui d'un organisme public par affiliation et du fait de son financement. Le rôle affiché du label ISR de Novethic est de crédibiliser l'offre ISR adressée aux particuliers, en donnant un outil aux distributeurs afin de mettre en avant et simplifier la distribution des fonds ISR auprès des particuliers, tout en tentant d'apporter du côté des producteurs des processus plus exigeants et une transparence accrue.

En 2009, le label ISR Novethic (*i.e.* version 1) est venu remplacer un outil existant, la notation des fonds sur une échelle à six niveaux et sur une batterie assez dense de critères. Cette notation adoptée par une grande partie des sociétés de gestion et utilisée par des investisseurs institution-

nels a été jugée peu lisible par les particuliers. Après des consultations préliminaires avec plusieurs acteurs du secteur, un comité d'experts a validé une méthodologie composée de quatre critères, l'un portant sur l'exhaustivité du processus ISR et les trois autres sur la transparence et la pédagogie. En particulier, les fonds labellisés doivent publier la liste complète des titres en portefeuille dans lesquels ils sont investis. L'adoption par les sociétés de gestion a été forte la première année et s'est renforcée en 2010 et 2011.

En 2012, une volonté de contrôler les qualités ISR des portefeuilles s'est ajoutée à celle d'encourager la transparence et le caractère systématique des processus d'investissement. Novethic, dans la version 2 du label, a ainsi joint aux exigences de moyens une exigence de résultats (qui reste néanmoins sujette à discussion au sein du secteur). Pour cela, l'organisme a imposé en 2013 un seuil minimum d'exclusion de 15 % quel que soit l'univers d'investissement, disqualifiant ainsi les fonds dont l'analyse ISR ne réduisait pas suffisamment l'univers d'investissement (en plus de l'exclusion des entreprises impliquées dans les mines antipersonnel (MAP) et armes à sous-munitions (ASM)). Novethic se laisse également la possibilité d'augmenter ce niveau de contrainte en fonction des types de fonds et de la pratique du secteur, afin de toujours labelliser les fonds les plus sélectifs. Enfin, au-delà de l'impact du processus sur l'univers éligible, Novethic souhaite s'assurer de son impact sur le portefeuille effectif, afin qu'il favorise les entreprises les plus socialement responsables. L'organisme s'appuie pour ce faire sur la capacité des promoteurs de fonds à démontrer, à l'aide d'indicateurs quanti-

tatifs (par exemple notation ISR moyenne du portefeuille), des caractéristiques ISR supérieures à celles de fonds non ISR.

Cette volonté de labelliser le contenu des fonds ISR (*i.e.* nouvelle exigence de sélectivité) a cristallisé une partie du secteur, qui s'est publiquement inquiétée de cette vision jugée par certains trop « normative ». Il y a donc eu moins de candidats en 2012 (en particulier, le leader du marché Amundi a décidé de ne pas soumettre ses fonds) et moins de fonds labellisés (109 sur 140 candidats contre 156 sur 184 en 2011). L'impact de ce label reste par ailleurs difficile à mesurer. Si les 109 fonds qui ont été labellisés en 2012 ont publié leur inventaire détaillé, contre moins d'une dizaine avant le lancement du label, contribuant ainsi à accroître la transparence des processus de gestion, il est impossible de démontrer un impact sur la diffusion auprès des particuliers.

### ***La certification Afnor***

C'est dans ce contexte qu'Amundi a décidé d'ouvrir à l'automne 2012 un programme de travail avec l'Afnor afin d'élaborer un document sur les « méthodes et pratiques d'analyses extrafinancières et de gestion ISR ». La certification engagement de service « Démarche investissement socialement responsable » mise en place en septembre 2013 (Amundi étant la première société de gestion certifiée) a pour but de garantir la qualité et la transparence de la démarche ISR auprès des clients en garantissant la conformité des processus d'investissement avec la démarche affichée par la société de gestion. Elle inclut également la nécessité pour les sociétés de gestion de s'engager à améliorer ses pratiques en continu. Le document pourra ensuite servir

**Tableau 1** – Analyse des processus de labellisation du marché de l'ISR français en 2013

Caractéristiques de la labellisation	Label CIES	Code de Transparence AFG-FIR-EuroSif	Label Novethic (version 2013)	Certification Afnor « Démarche ISR »
Année d'apparition	2002 (mise à jour en 2005 et 2008)	2005 (mise à jour en 2010 et 2013)	2009 (mise à jour en 2012 et 2013)	2013
Type de labellisation	Label	Code de transparence	Label	Certification ISR (puis peut-être normalisation Afnor)
Organisme(s) porteur de la labellisation	Syndicats (CIES)	Entreprises (AFG/FIR/EUROSIIF)	Hybride (Novethic)	Organisme de certification & Entreprise (Afnor/Amundi)
Type de label	Dichotomique (différencier les fonds ISR des fonds conventionnels)	Dichotomique (différencier les fonds ISR des fonds conventionnels)	Avec échelle de niveau de qualité, qui doit permettre de distinguer les fonds ISR les plus socialement responsables parmi les fonds ISR	Dichotomique (différencier les fonds ISR des fonds conventionnels)
Cible	Épargne salariale	Fonds ISR ouverts au public	Fonds ISR ouverts au public et épargne salariale	Gestionnaires de fonds
Élaboration du code	Création du cahier des charges par le CIES	Création du code par les membres de la commission ISR de l'AFG, approuvé par le FIR et l'EuroSif	Création du label par Novethic avec un comité d'experts	Construction du référentiel par l'Afnor et des représentants d'Amundi et d'une association de consommateurs/clients et éventuellement une académique. Validation par des représentants d'une entreprise cotée, des ministères et d'une agence de notation extrafinancière
Critères utilisés	– Application d'une gestion ISR (jugée comme telle par le CIES) à une gamme de fonds diversifiée en fonction de la sécurité et de l'orientation souhaitée par le salarié (dont un monétaire et un solidaire)	– Prise en compte simultanée et systématique des critères ESG dans les processus d'investissement	– Prise en compte simultanée des critères ESG pour au moins 90 % du portefeuille (lignes et actifs) avec un impact significatif et explicite sur la composition du portefeuille ; taux d'exclusion au moins égal à 15 % et qualité ESG globale du portefeuille	Les professionnels s'engagent à : – Analyser les critères ESG définis, avec compétence et impartialité.

<p><b>Caractéristiques de la labellisation</b></p>	<p><b>Label CIES</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Mobilisation d'une diversité de sources d'informations externes (1 ou 2 agences de notation extrafinancière) et des compétences internes en matière d'ISR.</li> <li>- 2/3 de représentants des salariés dans les structures de gouvernance des fonds (avis préalable et suivi des décisions de gestion et de la politique de vote)</li> <li>- Mise en place d'un comité de suivi composé majoritairement de représentants mandatés par les organisations syndicales membres du CIES</li> <li>- Capacité d'audit sur place pour vérifier les engagements</li> </ul>	<p><b>Code de Transparence AFG-FIR-Eurosis</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Donner des informations exactes en langage clair et compréhensible par un large public, adéquates et actualisées, en réponse aux différentes questions du code (rubriques : données générales ; méthodologie d'évaluation ESG des émetteurs ; processus de gestion ; contrôle et reporting RSE).</li> <li>- Respecter l'ordre des questions du code et justifier le cas échéant pourquoi les fonds sont incompatibles avec le code.</li> <li>- 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 (actualiser les réponses au moins une fois par an en indiquant la date).</li> <li>- Préciser que les réponses au code relèvent de l'unique responsabilité de la société de gestion.</li> </ul>	<p><b>Label Novethic (version 2013)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Transparence du processus : réponses au code de transparence AFG-FIR qui doivent inclure les moyens dédiés, les étapes de sélection ESG et explicitement mentionner l'exclusion des BAM-ASM</li> <li>- Reporting ESG obligatoire à un rythme au moins trimestriel contenant des informations quantitatives sur les caractéristiques ESG des fonds et le taux d'exclusion du processus ISR</li> <li>- Mise en ligne intégrale du portefeuille à un rythme au moins semestriel faisant apparaître les émetteurs réels de titres avec des noms aisément identifiables</li> </ul>	<p><b>Certification Afnor « Démarche ISR »</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Mettre à jour et fiabiliser les notations de façon régulière.</li> <li>- Constituer des portefeuilles respectant les règles exigeantes de l'ISR.</li> <li>- Contrôler en permanence et en toute indépendance le respect des règles de gestion ISR.</li> <li>- Dialoguer et voter pour favoriser les démarches de progrès.</li> <li>- Informer en toute transparence les clients.</li> <li>- Améliorer les pratiques en continu.</li> </ul>
<p>Modalités de mise en œuvre</p>	<p>Demande de labellisation volontaire</p>	<p>Obligatoire pour tous les adhérents à l'AFG et/ou au FIR</p>	<p>Demande de labellisation volontaire</p>	<p>Certification volontaire</p>
<p>Protocole de contrôle et qualification du contrôleur</p>	<p>Contrôle et audits réguliers de la part du CIES : possibilité de retirer le label</p>	<p>Pas de contrôle (unique responsabilité des sociétés de gestion)</p>	<p>Contrôle par Novethic sur la base des documents envoyés par les sociétés de gestion et de l'information publique (label attribué pour l'année avec possibilité de le retirer)</p>	<p>Contrôle par l'Afnor sur la base d'audits (possibilité de retirer la certification)</p>
<p>Labellisation des processus d'investissement vs. contenu des portefeuilles</p>	<p>Processus</p>	<p>Processus</p>	<p>Processus et contenu</p>	<p>Processus</p>

**Tableau 2** – Dynamiques concurrentielles entre processus de labellisation sur le marché de l’offre des fonds ISR français

	Concurrence forte	Concurrence faible
Différenciation horizontale entre labellisations	Multiplicité de labels instables  2005-2009 <i>Développement du marché et débats</i> ②	Coexistence de quelques labels spécialisés  2000-2005 ① <i>Apparition du marché et des labels</i>
Différenciation verticale entre labellisations	Concurrence destructrice entre labels  2009-2013 <i>Structuration du marché</i> ③	Domination d’un label ou de deux labels ayant des niveaux d’exigence différents  ④

de contribution à une commission de normalisation, au niveau de la place.

### 3. La dynamique concurrentielle entre labels

Pour analyser la dynamique concurrentielle entre les quatre principales initiatives de labellisation, nous partons de deux stratégies classiques : deux labels peuvent se différencier en retenant des attributs différents (différenciation horizontale) ou bien en retenant des degrés d’exigence différents sur le même attribut (différenciation verticale). Le poids des économies d’échelle et de réseau pour un label nous amène à penser que l’intensité de la concurrence entre labels se traduit par des situations différentes selon la nature de la différenciation en place. Si les labels se différencient horizontalement, une concurrence faible permet à plusieurs labels de coexister de manière profitable. Mais s’ils deviennent trop nombreux, cette source de différenciation est insuffisante pour créer des labels

profitables étant donné les coûts engendrés. Si la différenciation est verticale et si les labels font le choix du même niveau d’exigence, la concurrence devient destructrice. Si les niveaux d’exigence sont différents, un petit nombre de labels peut se maintenir. Ceci nous conduit à un tableau synthétique (cf. tableau 2) qui permet d’identifier ces quatre situations possibles et d’envisager une dynamique entre elles, les cases 2 et 3 n’étant que transitoires.

#### *Apparition du marché et des labels (2000-2005)*

Bien qu’apparu dans les années 1980 en France, l’ISR demeure un épiphénomène au début des années 2000, puisqu’il pèse moins de 4 milliards d’euros en 2003. Ce concept attire néanmoins l’intérêt de plusieurs acteurs non issus de la sphère privée, souvent les premiers à s’impliquer sur des initiatives de labellisation sur des critères environnementaux et sociaux liés à des biens de confiance. Ainsi en 2002,

Novethic lance une notation des fonds ISR sur une batterie de critères liés au processus ISR, à la transparence ou encore à l'engagement actionnarial. Cette même année, le CIES est créé et lance son label sur les gammes d'épargne salariale, en y incluant des critères ISR aux côtés d'exigences liées aux intérêts des salariés. Les deux outils cohabitent du fait de la différenciation à la fois sur les critères analysés (par exemple l'implication des salariés dans la gouvernance et la coexistence de plusieurs fonds ayant des caractéristiques de liquidité bien précises sont des critères très importants pour le CIES; ces critères ne sont pas pris en compte par Novethic) et sur le segment de marché considéré (le CIES s'adresse uniquement à l'épargne salariale, Novethic aux particuliers en dehors de ce canal spécifique). D'après notre grille, nous sommes dans la case 1 : concurrence faible et différenciation horizontale (Novethic n'a pas encore introduit ses niveaux de qualité dans la labellisation). Cette situation se maintient jusqu'en 2005 et voit le marché se développer pour atteindre un peu moins de 9 milliards d'euros fin 2005.

#### ***Développement du marché et débats (2005-2009)***

La deuxième phase débute en 2005 avec le lancement du code de transparence AFG-FIR pour les fonds ISR destinés au grand public. Ce lancement intervient dans un contexte favorable à la mise en avant de l'ISR : le marché croît et semble présenter un intérêt commercial de plus en plus important, et l'offre s'étend et se diversifie. Par la suite, la crise financière remet en cause les pratiques classiques et promeut des démarches plus responsables. Ce contexte, qui accélère le développement de

l'ISR, s'accompagne de défis et de questionnements sur le fondement éthique de l'ISR, sa définition, sa standardisation, et ce alors que les pouvoirs publics ne manifestent pas de volonté d'implication dans la régulation de ce marché.

Le lancement du code de transparence par l'AFG apporte un outil permettant de crédibiliser l'ISR tout en limitant les contraintes des sociétés de gestion et la probabilité d'une régulation publique coûteuse. Il correspond à des attributs spécifiques. Mais la surabondance de labels intensifie la concurrence entre eux. On est passé à la case 2 du tableau 2.

#### ***Structuration du marché (2009-2013)***

L'année 2009 marque un bouleversement de cette dynamique concurrentielle avec le lancement du label ISR Novethic. Avec des exigences poussées, notamment en matière de transparence, et un début de définition de l'ISR, ce lancement qui sera confirmé par la mise à jour du label en 2012 ouvre la voie à une différenciation verticale entre labels.

La concurrence s'intensifie et les relations se compliquent entre les organismes qui portent les différents labels. La période 2009-2013 voit des tentatives de conciliation et de collaboration entre les différents organismes promoteurs de labellisation, comme le montre l'intégration du code de transparence AFG-FIR dans les critères du label Novethic, mais également des frictions, comme l'illustre le choix de Novethic de labelliser l'épargne salariale. En promouvant des critères additionnels et le code de transparence de l'AFG, Novethic se différencie verticalement de l'initiative AFG-FIR-Eurosif, qui s'apparente à un standard minimum de transparence lorsqu'il

est rendu obligatoire en 2010 pour les fonds ISR distribués en France. Amundi, acteur important dans la distribution des fonds ISR, recherche peut-être à promouvoir sa propre forme de labellisation en développant la certification Afnor.

Nous interprétons cette évolution comme typique de l'instabilité des cases 2 et 3. L'évolution finale pourrait correspondre à une situation hybride entre les cases 1 et 4. On pourrait assister au maintien d'une différenciation horizontale entre le CIES et les autres labels. Le résultat de la confrontation entre Novethic et Afnor est plus incertain, l'AFG-FIR-Eurosif pouvant continuer à exister comme un standard minimum de transparence. Notre grille nous amène en effet à penser que seuls deux labels correspondant à des niveaux d'exigences différents peuvent subsister à terme, à moins qu'un seul ne subsiste.

## II – LE BILAN CONTRASTÉ DU PROCESSUS DE LABELLISATION DE L'ISR

L'analyse précédente nous conduit à faire le bilan suivant sur le rôle des processus de labellisation. Ils ont favorisé le développement de l'ISR sur toutes les classes d'actifs ; ils ont encouragé la création d'une expertise ISR interne à chaque société de gestion et par là même la diffusion de certaines pratiques ISR à l'ensemble de la gestion ; ils ont tiré les exigences de moyens et de processus à la hausse en relevant progressivement leurs attentes ; ils ont enfin eu un impact très significatif sur les pratiques de transparence et de pédagogie entourant les fonds ISR. Mais ces effets positifs restent limités par deux faiblesses. D'une part, les attributs informationnels mis en évi-

dence par les labels reflètent plus le point de vue des sociétés de gestion que celui des investisseurs particuliers sensibles à l'ISR. D'autre part, comme les réseaux des banques et assurances qui distribuent les produits ISR n'ont pas fait de l'ISR un véritable axe de différenciation concurrentielle, ils ne jouent pas le relais pour favoriser la diffusion des labels auprès de leur clientèle.

### 1. L'inadéquation entre offre et demande d'information des labels

L'une des raisons du manque d'effet structurant des labels vient du décalage entre les attentes d'information des investisseurs particuliers et les attributs informationnels des labels.

Les investisseurs particuliers sont environ un tiers à avoir entendu parler de l'ISR, alors qu'ils sont deux tiers à avoir entendu parler de fonds solidaires et la moitié à connaître les fonds éthiques (Ifop, 2007). Pire, ils ne sont que 14 % à pouvoir le définir spontanément (Opinionway, 2008). Concernant les approches, seuls 13 % seraient très tentés par le *best-in-class*, contre 19 % pour les approches thématiques sectorielles et jusqu'à 32 % pour les exclusions de secteurs et pratiques répréhensibles (Eiris et FIR, 2012). À titre d'exemple, en 2010, l'ONG les Amis de la Terre estimait l'appellation ISR trompeuse pour les épargnants au vu des entreprises jugées controversées présentes en portefeuille, et contestait les choix effectués par Novethic pour l'attribution de son label (Louvel et Rivoalan, 2010).

### 2. Le manque de volonté stratégique des réseaux de distribution

L'autre raison qui explique le manque de notoriété des processus de labellisation

auprès des particuliers tient au fait qu'ils ont peu impacté le mode de distribution des fonds ISR.

Le client d'une banque prend rarement l'initiative d'aller voir son conseiller pour solliciter un placement dans un fonds spécifique. C'est ce dernier qui présente généralement à ses clients la possibilité d'investir dans une sélection de produits financiers. Ce sont donc 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. Pour cette raison, le label peut avoir un impact sur la décision d'achat si et seulement si le label est mis en avant par le conseiller.

En l'absence de volonté stratégique des grands réseaux pour promouvoir les fonds ISR, quelques rares clients avertis investissent spontanément en ISR. D'après nos entretiens, il semble que les conseillers financiers eux-mêmes connaissent peu ou pas les fonds ISR.<sup>6</sup>

Dans ces conditions, le label ne peut pas jouer pleinement son rôle de signal vis-à-vis de la clientèle. C'est en effet lorsque la labellisation devient un enjeu commercial que le marché correspondant acquiert peu à peu sa maturité (Étilé et Teyssier, à paraître).

## CONCLUSION

Notre analyse se situe à mi-chemin entre l'étude de cas et la formalisation et souffre à ce titre de plusieurs limites que des développements ultérieurs pourraient en partie combler. Trois points nous paraissent particulièrement importants à discuter.

Si le rôle d'un label pour pallier l'asymétrie d'information est une notion établie, la construction de notre dynamique concurrentielle à partir des choix d'attributs et de la nature des porteurs de labels pourrait être étudiée de manière plus systématique. À notre connaissance, il existe à ce jour peu de travaux formels sur ce sujet. Une exception notable mérite d'être signalée. Fischer et Lyon ont formalisé la concurrence entre un label porté par une ONG et un label porté par une association d'entreprises du secteur. Ils montrent que, contrairement à ce qu'on pourrait attendre, l'ONG va sélectionner un label de qualité minimale tandis que l'association professionnelle va sélectionner un label plus contraignant (Fischer et Lyon, 2013). Ce résultat est inversé lorsque les labels sont binaires (Fischer et Lyon, à paraître). Ceci montre que la formalisation de la concurrence entre labels est un sujet complexe. Dans notre analyse, nous avons explicité la nature des porteurs des labels ISR et leurs choix de différen-

6. Notre analyse des sites internet des principales banques confirme notamment que les fonds ISR sont rarement mis en avant auprès des épargnants. Par exemple, en 2011 un client de la Société Générale pouvait accéder à plus de 150 fonds ; celui de BNP Paribas en avait 48. Dans ces conditions, il revient évidemment au réseau et au conseiller de mettre en avant un échantillon de produits représentatifs de la gamme. Seule la Banque Postale semblait avoir fait le choix d'un engagement stratégique en matière de distribution de produits ISR. Cette politique avait permis à la société de gestion correspondante 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). Cet engagement stratégique apparaît largement minoritaire dans la profession. Voir à ce titre Hobeika S. (2011).

ciation. Il serait intéressant de poursuivre la formalisation pour mieux asseoir notre dynamique concurrentielle.

Notre analyse est par ailleurs marquée par le cadre de recherche néoclassique : dans la dynamique concurrentielle, les organismes porteurs de labels sont principalement motivés par leurs objectifs propres qui peuvent différer selon leur nature. Or, il existe un décalage entre les caractéristiques des labels et les attentes des investisseurs particuliers. Nous attribuons cet écart à l'importance des enjeux institutionnels des sociétés de gestion et au fait que les réseaux de distribution ne font pas de l'ISR un atout stratégique. Crifo et Mottis (2011) montrent que ce décalage vient en partie du fait que les analystes ISR au sein des sociétés de gestion en France sont naturellement portés à associer ISR et performance financière pour mieux valoriser leur statut professionnel. Ayant repéré ces deux éléments, il serait intéressant d'en approfondir les causes en adoptant cette fois un cadre de recherche organisationnel plus à même de révéler des dynamiques institutionnelles sous-jacentes dans ces professions (cf. Arjaliès *et al.*, 2013 ; Slager *et al.*, 2012).

Enfin, notre analyse du rôle d'un processus de labellisation dans la structuration du marché de l'ISR devrait être comparée à des études menées dans d'autres secteurs. À ce titre, le secteur agroalimentaire est sans doute le plus pertinent, puisque les entreprises et les organismes publics sont confrontés à une demande accrue d'amélioration de la soutenabilité des produits alimentaires de la part des consommateurs. Un article récent (Manning *et al.*, 2012) part d'une analyse détaillée du secteur

du café au niveau international. Dans cet article, les auteurs montrent en quoi la prolifération des labels durables s'explique par rapport aux standards techniques et la concurrence entre organismes porteurs de label, mais aussi par des contextes institutionnels nationaux différents. Même si notre analyse du cas de l'ISR reprend un cadre similaire, elle est limitée à la France. Élargir notre étude au niveau européen nous permettrait de bien rendre compte du poids des facteurs nationaux.

En dépit des limites de notre démarche, la qualité et l'ampleur des faits collectés permettent de proposer plusieurs pistes pour créer une demande effective de fonds ISR et améliorer leur distribution auprès des particuliers. D'une part, le décalage entre les approches dominantes des fonds ISR existants, axées sur la sélection des meilleures pratiques ESG, et les attentes des investisseurs individuels, plus orientés vers des approches thématiques ou d'exclusion, suggère de développer des labels complémentaires répondant à différents objectifs plutôt qu'un label unique. Par ailleurs, une collaboration entre organismes labellisateurs et réseaux de distribution devrait sans doute être mise en place pour accompagner une telle évolution et éviter de véhiculer des messages contradictoires qui pourraient s'avérer finalement néfastes pour le développement de l'ISR. Enfin, on peut noter que malgré la volonté de Paris Europlace de promouvoir un label européen, les dynamiques actuelles restent très nationales. Il nous semble important que les démarches futures de labellisation, pour leur propre pérennité, revêtent un caractère plus international.

## BIBLIOGRAPHIE

- Arjaliès D.-L., Burkland S. et Messner M. (2013). "Product Categories and the Changing Face of Ambiguity: Socially Responsible Investment in France", HEC Working Paper.
- Arjaliès D.-L. (2010). "A Social Movement Perspective on Finance: How Socially Responsible Investment Mattered", *Journal of Business Ethics*, 92, p. 57-78.
- Carlin B.I. (2009). "Strategic Price Complexity in Retail Financial Markets", *Journal of Financial Economics*, 91, p. 278-287.
- Crifo P. et Mottis N. (2011). « L'Investissement Socialement Responsable en France : Opportunité "de Niche" ou Placement "Mainstream" ? », *Gérer et Comprendre*, 104, p. 14-25.
- Eiris & FIR (2012). La perception de l'ISR par les Français, *EIRIS/IPSOS Survey*, octobre.
- Etilé F. et Teyssier S. (à paraître). "Corporate Social Responsibility and the Economics of Consumer Social Responsibility", *Review of Agricultural and Environmental Studies*.
- Fischer C. et Lyon T.P. (à paraître). "Competing environmental labels", *Journal of Economics & Management Strategy*.
- Fischer C. et Lyon T. P. (2013). "A Theory of Multi-Tier Ecolabels", *Ann Arbor*, 1001, p. 48109.
- Fleckerling P., Glachant, M. (2011). "Negotiating a voluntary agreement when firms self-regulate", *Journal of Environmental Economics and Management*, vol. 62, n° 1, p. 41-52.
- Hobeika S. (2011). L'investissement socialement responsable : des épargnants particuliers aux investisseurs de long terme, Thèse de doctorat. Palaiseau, École Polytechnique.
- Ifop. (2007). Les actionnaires et l'ISR, *Investir Magazine*, juillet-août.
- Louvel Y. et Rivoalan S. (2010). « Investissement socialement responsable : l'heure du tri », *Amis de la Terre*.
- Manning S., Boons F., Von Hagen O. et Reinecke J. (2012). "National contexts matter: The co-evolution of sustainability standards in global value chains", *Ecological Economics*, 83, p. 197-209.
- Maxwell J.W. Decker C.S. (2006). "Voluntary environmental investment and responsive regulation", *Environmental and Resource Economics*, vol. 33, n° 4, p. 425-439.
- Nelson P. (1970). "Information and consumer behavior", *The Journal of Political Economy*, vol. 78, n° 2, p. 311-329.
- Novethic (2013). *Le marché de l'ISR français en 2012*, Études Novethic.
- Opinionway (2008). *Les Français et les outils financiers responsables : notoriété, perception et intérêt*, Paris Europlace. Réalisé par Opinionway du 12 au 13 novembre 2008.
- Slager R., Gond J.-P. et Moon J. (2012). "Standardization as institutional work: The regulatory power of a responsible investment standard", *Organization Studies*, vol. 33, n° 5-6, p. 763-790.