

LE RÔLE STRATÉGIQUE D'UN LABEL DANS LA FORMATION D'UN
MARCHÉ
LE CAS DE L'ISR EN FRANCE

Samer HOBEIKA
Jean-Pierre PONSSARD
Sylvaine PORET

January 2013

Cahier n° 2013-02

DEPARTEMENT D'ECONOMIE

Route de Saclay
91128 PALAISEAU CEDEX
(33) 1 69333033

<http://www.economie.polytechnique.edu/>
<mailto:chantal.poujouly@polytechnique.edu>

Le rôle stratégique d'un label dans la formation d'un marché

Le cas de l'ISR en France¹

Samer Hobeika², Jean-Pierre Ponsard³, Sylvaine Poret⁴

Janvier 2013

Résumé : Le marché de l'Investissement Socialement Responsable (ISR) connaît une croissance soutenue depuis quelques années, mais reste encore très marginal auprès des investisseurs particuliers malgré la création de labels signalant les démarches prenant en compte des critères extra-financiers. L'objectif de cet article est de comprendre cette difficulté en construisant une grille d'analyse fondée sur trois éléments principaux : l'intérêt et les caractéristiques d'un label, les organismes promoteurs d'un label, et la dynamique concurrentielle entre labels. Une analyse longitudinale s'appuyant sur ces éléments permet alors de vérifier l'efficacité de la labellisation pour structurer un marché. La pertinence de la démarche est illustrée sur deux marchés matures : le commerce équitable et l'agriculture biologique. Notre principale conclusion relative à l'ISR est que l'effet attendu de la structuration du marché par la labellisation reste encore en devenir. Deux faiblesses sont identifiées. D'une part, les attributs mis en évidence par la labellisation existante reflètent beaucoup plus le point de vue des producteurs (les sociétés de gestion) que des consommateurs (les investisseurs). D'autre part, la distribution de l'ISR passe par le réseau des banques et assurances, réseau pour lequel l'enjeu stratégique est bien en deçà de ce que le commerce équitable ou l'agriculture biologique représente dans les secteurs correspondants. C'est lorsque la labellisation devient un enjeu commercial que le marché correspondant acquiert peu à peu sa maturité.

Mots-clés : investissement socialement responsable, labellisation, concurrence, différenciation des produits, commerce équitable, agriculture biologique.

Classification JEL : G11, L15, L22, M14.

¹ Les auteurs remercient Gunther Capelle-Blancard, Vanina Forget et Eric Giraud-Héraud pour leurs remarques très constructives. Ils remercient également la chaire Finance Durable et Investissement Responsable pour le soutien apporté à ce projet de recherche.

² École Polytechnique

³ CNRS et École Polytechnique

⁴ INRA, UR1303 ALISS, et Ecole Polytechnique

1. Introduction

Les encours de l'investissement socialement responsable (ISR) auraient représenté 115 milliards d'euros fin 2011 en France, une hausse de 69% en un an. À en croire ces chiffres publiés par Novethic, 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, les leviers de cette croissance posent question, la manière dont cette approche est déployée fait l'objet de débats animés, et la place des investisseurs particuliers reste marginale.

L'ISR est une démarche consistant à prendre en compte des critères extra-financiers (éthiques, environnementaux, sociaux, de gouvernance) dans la gestion financière. Apparue en France dans les années 1980, le marché de l'ISR se développe rapidement depuis les années 2000, les encours concernés connaissant une croissance annuelle à deux chiffres. Pour favoriser et encadrer ce développement auprès des investisseurs particuliers, plusieurs organismes ont développé des démarches de labellisation axées sur la transparence, avec des résultats difficiles à mesurer. La part de l'ISR dans la gestion financière en France a beau approcher les 5%, un chiffre certes modeste mais significatif, le rôle de ces initiatives reste à analyser. L'objet de cet article est donc d'explicitier les déterminants de l'apparition et de l'évolution des labels dans la structuration du marché français de l'ISR.

Nous proposons une analyse susceptible de s'appliquer à tout processus de labellisation, avec pour objectif d'évaluer le rôle de la labellisation dans la structuration d'un marché. La grille d'analyse que nous construisons s'articule autour de trois axes principaux : l'intérêt et les caractéristiques d'un label, les organismes promoteurs d'un label, et la dynamique concurrentielle entre labels. En premier lieu, les attributs éthiques, environnementaux et sociaux étant par nature non vérifiables par le consommateur, ils confèrent aux biens correspondants le qualificatif de biens de confiance, dont les caractéristiques ne sont pas dévoilées même après achat, par opposition aux biens de recherche et d'expérience (Nelson, 1970 ; Darby et Karni, 1973). Ce phénomène justifie l'apparition d'un signal de qualité en référence au concept d'asymétrie d'information (Akerlof, 1970) et l'analyse des facteurs de crédibilité d'une certification de ce signal (Valceschini et Saulais, 2005 ; Smith, 2009 ; Dankers, 2003). En second lieu, il est important d'étudier les porteurs de labels, puisqu'ils sont de nature différente en tant qu'organisations non-gouvernementales (ONG), entreprises, État, ou certificateurs privés, et que leurs objectifs diffèrent : amélioration environnementale et sociale, avantage concurrentiel, protection du consommateur, profit, etc. Enfin, nous étudions la dynamique concurrentielle entre labels en mobilisant des concepts d'économie industrielle comme la différenciation horizontale et verticale des produits (Beath et Katsoulacos, 1991), les économies d'échelle (Marette, 2005), et la confiance et la réputation des labels (McCluskey et Loureiro, 2005).

À notre connaissance il n'existe pas dans la littérature de telles évaluations synthétiques. Avant d'appliquer cette démarche à l'ISR, nous en montrons la pertinence sur deux marchés matures et déjà bien structurés : le commerce équitable et l'agriculture biologique en exploitant la littérature économique appliquée étudiant ces marchés. L'analyse du marché de l'ISR s'appuie quant à elle sur des

entretiens réalisés principalement auprès des sociétés de gestion, mais également des organismes labellisateurs, des régulateurs, des investisseurs, des agences de notation extra-financière, des associations professionnelles, et des réseaux de distribution de produits financiers. En outre, un certain nombre de données utilisées proviennent des rapports publiés par Novethic, l'AMF, l'AFG, des courtiers, consultants et autres associations, ainsi que des médias, des sociétés de gestion qui distribuent des produits ISR. Pour les réseaux de distribution (banques et compagnies d'assurances) une analyse détaillée des sites internet destinés à la clientèle a été menée. La liste des organismes contactés et des sites internet étudiés figure en annexe.

Notre principale conclusion est que l'effet attendu de la structuration du marché de l'ISR par la labellisation reste encore en devenir. Après avoir montré que ce marché remplissait bien les conditions d'asymétrie d'information dans lesquelles une labellisation serait pertinente, et que cette labellisation est bien en place, 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 (les sociétés de gestion) que des consommateurs (les investisseurs). Les premiers considèrent que l'ISR devrait à terme se diffuser à l'ensemble de l'investissement financier et mettent en avant la performance financière de long terme des portefeuilles labellisés ISR tandis que les seconds sont sensibles aux événements susceptibles de mettre en cause le comportement éthique des entreprises figurant dans ces portefeuilles. D'autre part, la distribution de l'ISR passe par le réseau des banques et assurances, réseau pour lequel l'enjeu stratégique est bien en deçà de ce que le commerce équitable ou l'agriculture biologique représentent dans les secteurs correspondants. C'est lorsque la labellisation devient un enjeu commercial que le marché correspondant acquiert peu à peu sa maturité.

Cette article est organisée de la manière suivante. La section 2 présente les trois éléments de la grille d'analyse et montre sa pertinence pour repérer l'évolution historique contrastée qu'ont connue le commerce équitable et l'agriculture biologique. La section 3 applique notre démarche au cas de l'ISR. La section 4 conclut en mentionnant quelques pistes susceptibles de favoriser la structuration du marché.

2. La grille d'analyse

Le rôle stratégique de la labellisation doit selon nous s'appuyer sur trois éléments : les caractéristiques de la labellisation incluant sa pertinence, ses critères, et les conditions de son efficacité ; l'identification des porteurs de labels avec leurs objectifs, leurs spécificités, et les moyens mis en œuvre ; l'interaction concurrentielle entre ces organismes à travers les facteurs de différenciation horizontale et verticale, la concurrence forte ou oligopolistique, et les facteurs de concentration du marché.

L'analyse de ces éléments permet d'aboutir à une réflexion d'ensemble sur le rôle de la labellisation dans la structuration d'un marché. Notons d'emblée que nous nous intéressons aux marchés de biens de consommation, et donc aux relations entre consommateurs finaux, distributeurs et producteurs de ces biens de consommation.

2.1. Les caractéristiques de la labellisation

D'un point de vue économique, les biens de consommation peuvent être classés en trois catégories selon les informations dont disposent les consommateurs lors de l'achat : bien de recherche, bien d'expérience, bien de confiance (Nelson, 1970 ; Darby et Karni, 1973). Un bien est identifié comme bien de recherche lorsque le consommateur est capable d'en évaluer la qualité avant l'achat, éventuellement de manière coûteuse. Il est qualifié de bien d'expérience lorsqu'il découvre la qualité du bien après l'avoir consommé ; la répétition des achats lui permet alors de mobiliser l'expérience acquise. Pour un bien de confiance, le consommateur ne peut jamais découvrir sa qualité. Les marchés correspondants aux biens de confiance ne peuvent pas fonctionner efficacement sans élément de crédibilité externe (Akerlof, 1970). Un label en tant que signe distinctif apposé sur un produit permettant d'attester sa conformité avec une norme ou un standard permet en principe de transformer des biens de confiance en biens de recherche en résolvant le problème d'asymétrie d'information entre le vendeur et le consommateur final (Caswell, 1998)⁵. Dans cet article, le terme label est utilisé au sens large pour désigner toute initiative volontaire de signal de la qualité ou d'attributs spécifiques. Ce signal répondant au besoin d'information ne suffit pas à fournir une garantie par rapport à cette information délivrée. La certification intervient à ce niveau en tant que processus d'attribution de certificats de conformité à une norme par une tierce partie indépendante.

Plusieurs éléments sont nécessaires à l'instauration et au maintien de la confiance dans un système crédible de labellisation et de certification : l'élaboration et les critères du label, les modalités de mise en œuvre, le protocole de contrôle, et la qualification du contrôleur (Valceschini et Saulais, 2005 ; Smith, 2009 ; Dankers, 2003). Ces éléments doivent également permettre de rendre le nouveau marché attractif pour tous les acteurs de la production et la distribution du produit. Les critères définissant le standard doivent être suffisant larges pour être accessibles à un certain nombre de producteurs et acceptés par eux. Parallèlement, des critères trop vagues voire confus ou non-identifiables conduisent à un label difficile à interpréter, ce qui peut rendre sa distribution difficile auprès des consommateurs. De la même manière, un système de contrôle, incluant les procédures d'audit, flexible pour s'adapter aux contextes des producteurs peut apparaître comme peu crédible et ainsi compromettre la nécessaire confiance des consommateurs. Ces arbitrages vont se réaliser de manière différente selon l'initiateur du label et ses objectifs.

2.2. Les organismes labellisateurs

Nous identifions quatre types d'organismes susceptibles de promouvoir des labels sur des marchés de biens de consommation, présentant des caractéristiques environnementales ou sociales : les ONG du fait de la nature de ces caractéristiques, les entreprises au vu de la taille potentielle du marché et des perspectives de profit, l'État, pour assainir un marché dont l'efficacité peut être mise en cause par des normes incomplètes ou mêmes frauduleuses et dans le but de protéger les consommateurs, et des

⁵ Une norme est définie comme un ensemble de critères relatifs à certaines caractéristiques d'un produit ou de sa fabrication quel que soit le promoteur de celui-ci, le régulateur, un ou plusieurs acteurs privés (Sykes, 1990).

organismes certificateurs privés pour des raisons lucratives liées à leur activité de certification. Pour chacun de ces organismes, nous regardons les objectifs stratégiques, en quoi ces objectifs justifient la promotion d'un label, ainsi que les spécificités éventuelles de ces labels, en illustrant ces éléments par des exemples de marchés existants.

2.2.1. Les ONG

Nous élargissons la définition habituelle d'ONG pour inclure tout organisme à but non lucratif pouvant relever de l'Etat ou d'une institution dans la mesure où c'est l'objectif de l'organisme qui nous intéresse. Dans la littérature économique, l'objectif des ONG est présenté de multiples manières. Baron (2001) le définit comme la maximisation du surplus de leurs membres, par exemple les profits des petits producteurs pour Max Havelaar ou l'intérêt des salariés pour un syndicat. Pour Feddersen et Gilligan (2001) ou Fischer et Lyon (2012), l'objectif est en lien avec la cause défendue par l'ONG ; une ONG qui prône la préservation de l'environnement maximise l'amélioration de l'environnement.

Le lancement d'un label par une ONG vise ainsi à favoriser les pratiques vertueuses en lien avec ces objectifs « idéologiques ». Cet outil est d'autant plus efficace que les citoyens font confiance aux ONG. Les études de GlobeScan "Trust in Institutions", qui couvrent 14 pays, montrent de manière constante depuis 2000 que les ONG sont les institutions ayant le plus haut score de confiance par rapport à l'ONU, les grandes entreprises locales, les gouvernements nationaux, et les entreprises multinationales (Baron, 2012). Ainsi, la certification par une ONG comme tierce partie indépendante renforce la crédibilité d'un label.

Les exemples de labels initiés par des ONG ne manquent pas : le label Max Havelaar (Transfair) pour le commerce équitable créé par FLO (Fairtrade Labelling Organisations), le label FSC pour les produits issus de forêts gérées durablement de l'ONG Forest Stewardship Council, ou encore le label Rainforest Alliance portant sur les caractéristiques de production environnementales, éthiques et responsables et faisant référence aux standards élaborés par FSC et le Réseau d'Agriculture Durable (SAN), une coalition d'organisations à but non lucratif qui promeut l'agriculture durable.

2.2.2. Les entreprises

Dans le cas des entreprises, nous distinguerons trois motivations pouvant justifier le recours au lancement d'un label : des enjeux stratégiques (se procurer un avantage concurrentiel), un risque systémique (préserver la réputation d'une entreprise ou d'un secteur), et une pression sur les pouvoirs publics (éviter ou contrôler l'apparition d'une réglementation).

Dans le premier cas, les démarches de RSE labellisées représentent des outils stratégiques pour acquérir un avantage concurrentiel sur le marché (Henson et Caswell, 1999). En effet, les labels permettent d'améliorer la réputation des entreprises, d'obtenir un avantage concurrentiel en tant que *first mover* dans ce type de démarche, ou de viser des segments de marché avec la différenciation des produits. On peut citer l'exemple de l'entreprise Unilever qui a lancé une démarche de certification équitable de l'ensemble de sa production de thé Lipton, en partenariat avec l'ONG Rainforest Alliance (Poret, 2010).

Dans le second cas, des référentiels privés, rassemblant un ensemble d'exigences relatives surtout à la sécurité sanitaire, ont pour but de montrer que l'entreprise a mis tous les moyens en œuvre pour éviter des accidents. Du fait de l'ancienneté de la marque, de sa notoriété, et du pouvoir économique de ces entreprises, ces référentiels disposent de la crédibilité nécessaire pour représenter un élément de confiance pour l'ensemble des acteurs (Valceschini et Saulais, 2005). Depuis les vingt dernières années suite aux multiples crises sanitaires, de nombreux industriels de l'agro-alimentaire et des distributeurs ont lancé des référentiels privés individuels de qualité et de sécurité sanitaire : Coca-Cola, Bonduelle, Nestlé, Nature's Choice pour Tesco, Filière Agriculture Raisonnée par Auchan, et Filière Qualité par Carrefour (Giraud-Héraud et Hoffmann, 2010 ; Smith, 2009). Il existe également des référentiels privés collectifs s'appliquant à l'ensemble d'un secteur afin dans un premier temps d'en harmoniser les pratiques. Bien qu'elle soit volontaire, la certification devient une condition quasi-obligatoire pour les producteurs pour avoir accès au marché via les entreprises et les distributeurs ; le référentiel collectif privé devient alors un standard minimum de qualité de fait, excluant du marché les producteurs les moins aptes à s'adapter à ce standard (Giraud-Héraud et Hoffmann, 2010). Au-delà de l'harmonisation des pratiques, l'objectif n'est pas uniquement de rassurer les consommateurs et de satisfaire la réglementation ; il s'agit de parer à l'existence d'un risque systémique au sein d'une filière. En effet, la mise en cause d'une entreprise est susceptible de nuire gravement à toutes celles du secteur entraînant des réactions en chaîne incontrôlables. La mise en place de procédures acceptées par chaque entreprise limite ce risque collectif et permet directement à l'entreprise qui serait prise en défaut de limiter sa responsabilité au niveau juridique. Le protocole GlobalGap (Global Partnership for Good Agricultural Practice) est un exemple de standard collectif créé par des distributeurs.

Dans le troisième cas enfin, les entreprises peuvent s'engager dans une démarche de labellisation, le plus souvent collectivement au sein d'un même secteur, pour éviter ou contrôler l'apparition d'une réglementation publique contraignante et coûteuse qui risque de leur être appliquée (Lutz et al., 2000 ; Maxwell et Decker, 2006). Les entreprises s'engagent devant l'autorité de régulation à atteindre un objectif environnemental ou social alors que le régulateur menace de mettre en application une réglementation publique au cas où l'engagement pris par les entreprises serait jugé insuffisant (David, 2004, Fleckinger et Glachant, 2009). Des secteurs industriels comme l'acier, l'électricité ou le ciment ont ainsi pris des engagements de réduction d'émissions de gaz à effet de serre pour tenter de peser sur la mise en place de contraintes liées au protocole de Kyoto⁶.

De manière générale, les normes privées visant à limiter le risque systémique sont principalement initiées par de grands distributeurs ou producteurs avec une faible participation des parties prenantes, alors que les référentiels privés ayant pour objet les questions proches du développement durable, comme l'environnement et/ou les conditions sociales, sont à l'initiative de plusieurs parties prenantes (Fuchs et al., 2011 ; Giraud-Héraud et Hoffmann, 2010).

⁶ Les engagements volontaires pris par les entreprises dans un tel contexte sont souvent jugés comme peu contraignants, voir par exemple Morgenstern et Pizer (2007).

2.2.3. L'État

L'État a ici pour objectif la protection du citoyen consommateur et la production de biens publics, dont l'environnement. La certification vise à favoriser les pratiques allant en ce sens. On peut distinguer deux types d'approches : les standards de qualité minimum et les normes volontaires.

Dans le cas des standards minimum, il s'agit d'établir des critères de base que tous les produits doivent remplir. Il existe ainsi un arbitrage entre d'une part la recherche de la qualité ou la réduction du risque (critères plus stricts), et d'autre part le risque d'avoir des standards trop coûteux qui excluraient du marché certains producteurs ou certains consommateurs, ces coûts se répercutant sur le prix du bien. On peut par exemple citer les nombreux textes réglementaires européens concernant la sécurité alimentaire, avec un règlement de base (CE) n° 178/2002 et une série d'autres textes formant le « paquet hygiène », instaurant la responsabilité de l'ensemble des acteurs des filières. Il leur incombe donc de fournir des aliments sains. Les produits d'épargne collective (principalement les OPCVM - organismes de placement commun en valeurs mobilières) doivent également répondre à certaines normes pour pouvoir être distribués à tout type d'investisseur et nécessitent l'agrément du régulateur national, l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) en France.

Les pouvoirs publics garantissent également l'information sur la qualité via des normes publiques volontaires. Ces normes sont le résultat d'une coopération public-privé et nécessitent le contrôle et la certification par une tierce partie indépendante, mais accréditée par l'État. Les exemples ne manquent pas non plus : label Agriculture Biologique, Appellation d'Origine Protégée, ou encore Label Rouge. Du point de vue du rôle de l'État, ces initiatives visent à la fois à promouvoir des pratiques vertueuses et à apporter une information fiable aux consommateurs, remplissant ainsi un double objectif de bien-être social.

2.2.4. Les organismes certificateurs privés

Il existe un certain nombre de situations dans lesquelles des organismes privés élaborent des labels et les mettent sur le marché. Leur but est simplement lucratif, puisqu'ils tirent leur revenu de l'activité de certification. Ils identifient un besoin sur un marché et développent un label, ou ils sont contactés par des acteurs du marché et accompagnent le développement d'un label, ou encore ils sont accrédités par les pouvoirs publics pour certifier la conformité à une norme publique déjà établie. De tels organismes sont spécialisés dans l'audit, le conseil, et accrédités pour le contrôle des standards. La certification d'une procédure par une tierce partie donne alors une meilleure assurance qu'un simple engagement volontaire de l'entreprise.

C'est par exemple le cas dans le secteur financier ou extra-financier, où l'on parle souvent de notations. Mais de tels organismes existent aussi dans d'autres secteurs. C'est notamment le cas d'Ecocert qui délivre la certification pour les produits issus de l'agriculture biologique, les cosmétiques écologiques et biologiques, les textiles biologiques...

Ces organismes font face à un certain nombre de défis et conflits d'intérêt qui peuvent affecter la façon dont ils opèrent, notamment dans le cas fréquent où l'organisme qui développe les critères et qui vérifie leur application est le même : comme ils tirent leurs revenus des entités contrôlées, ils peuvent être partagés entre d'une part des standards stricts qui les crédibilisent mais réduisent le nombre de produits labellisés et donc leur revenu, voire qui peuvent pousser les producteurs vers des labels concurrents (Dankers, 2003), et d'autre part des critères plus souples qui augmentent le nombre de produits certifiés et donc les revenus mais peuvent réduire la crédibilité et l'impact du label, et donc sa viabilité à long terme.

2.3. La dynamique concurrentielle entre labels

Nous proposons dans un premier temps de mobiliser les notions de différenciation horizontale et verticale pour caractériser les attributs des produits labellisés. On parle de différenciation horizontale lorsque les entreprises proposent des produits de qualité identique mais aux caractéristiques différentes ; dans le cas de la labellisation, ce sont ces caractéristiques différentes qui sont valorisées. La différenciation verticale est la situation où les biens proposés ont les mêmes structures de caractéristiques avec une qualité finale différente (ou avec des quantités de caractéristiques différentes) ; la labellisation peut dans certains cas se présenter comme l'assurance d'un niveau minimal de qualité. (Beath et Katsoulacos, 1991)

Dans un second temps, on peut penser que le nombre de labels sur un marché est appelé à se réduire à terme, en raison de facteurs structurels de concentration illustrés par les concepts d'économies d'échelle et d'effets de réputation et de réseau, qui tendent tous à renforcer un nombre restreint de labels dominants, à exclure les petits, et à créer des barrières à l'entrée. Pour construire sa légitimité et sa réputation, un label doit investir dans sa promotion pour être connu et reconnu des consommateurs. La promotion d'un label engendre principalement des coûts fixes élevés. Par conséquent, un label de petite taille, en part de marché, ne peut pas générer des économies d'échelle suffisantes pour subsister (Marette, 2005). Il y a donc potentiellement de fortes économies d'échelle et, si le marché le permet, une prime à la taille pour le porteur de label. Au niveau de la distribution on peut considérer qu'il y a une externalité de réseau liée à l'adhésion au label et à sa réputation (Katz et Shapiro, 1986 ; Klemperer, 1987 ; Farrell et Shapiro, 1988) : plus un label est utilisé, plus sa notoriété se renforce, et plus son usage devient attractif pour les utilisateurs potentiels. Ces deux éléments vont dans le même sens pour la légitimité et la réputation d'un label : plus un label est connu, plus il bénéficie des économies d'échelle liées à sa promotion, plus il est attractif pour un producteur ou un distributeur d'y faire référence, et plus il est reconnu.

Différenciation horizontale entre labels	Multiplicité de labels instables	Coexistence de quelques labels spécialisés
--	----------------------------------	--

Différenciation verticale entre labels	Concurrence destructrice entre labels	Dominance d'un label ou d'un petit groupe de labels
	Concurrence forte	Concurrence oligopolistique

Sur la base de l'ensemble de ces éléments, on peut suggérer un schéma simplificateur visant à illustrer la dynamique concurrentielle qui se crée entre différents porteurs de labels et qui accompagne la structuration du marché.

Détaillons les quatre cases de ce tableau :

- différenciation horizontale et concurrence forte : on a une multiplicité de labels instables car de petite taille et difficilement viables, d'autant plus que la multiplicité des caractéristiques labellisées peut créer de la confusion chez les consommateurs.
- différenciation horizontale et concurrence oligopolistique : les labels sont plus viables car moins nombreux et ayant des parts de marché plus larges ; ils coexistent sur les segments respectifs de caractéristiques qu'ils ont choisies.
- différenciation verticale et concurrence forte : la situation est instable et potentiellement destructrice en l'absence d'un acteur dominant ou d'une intervention extérieure de l'État.
- différenciation verticale et concurrence oligopolistique : on observe la dominance d'un label ou d'un groupe de labels positionnés sur des niveaux de qualité différents, suffisamment restreint pour assurer la viabilité de chacun.

Il convient de préciser que ce schéma est simplificateur et que les frontières sont souvent floues entre les cases ; on peut avoir notamment à la fois différenciation verticale et horizontale.

De plus, comme on parle de dynamique, la situation évolue d'une case à l'autre au fil du temps et de la maturation du marché. Trois phases peuvent servir de repère pour caractériser cette dynamique. Une première phase est dominée par les ONG qui mettent en place des labels en vue d'apporter une amélioration environnementale ou sociale en lien avec leur mission. Cette implication amorce la structuration du marché, les acteurs et les définitions des caractéristiques labellisées peuvent se multiplier tant qu'un cadre consensuel ne se dégage pas : on est dans la première case (en haut à gauche) du tableau. Dans la deuxième phase, l'intérêt pour les caractéristiques labellisées se développe et pousse les entreprises à s'impliquer dans la labellisation. Cela conduit à une différenciation verticale (passage vers la case du bas). En parallèle, les facteurs structurels présentés plus haut peuvent conduire à une concentration des initiatives (passage vers la colonne de droite). Dans une troisième phase, notamment en cas de concurrence destructrice et si les facteurs structurels ne permettent pas de passer dans la colonne de droite, on peut être témoin d'une intervention de l'État afin d'assurer la viabilité d'une labellisation sur ce marché.

2.4. Illustrations sur des marchés matures

Le rôle de la labellisation dans la structuration d'un marché peut être appréhendé en mobilisant la grille d'analyse sur des marchés matures. Nous prendrons deux illustrations : le commerce équitable et l'agriculture biologique. Ces deux marchés ont tous deux vu initialement l'apparition de labels lancés par des ONG. Dans le cas du commerce équitable, le marché s'est développé et des entreprises ont lancé des labels pour acquérir un avantage concurrentiel ; l'État s'est impliqué pour réduire cette concurrence accrue, sans succès, ce qui a conduit *in fine* à une situation de domination du label Max Havelar (ONG) et la coexistence d'autres labels différenciés. Dans le cas de l'agriculture biologique en revanche, les labels initiaux sont restés nombreux, ce qui a justifié l'intervention de l'État et l'aboutissement d'une norme publique et de son label dominant, avec coexistence de petits labels différenciés. Dans les deux cas, l'État est intervenu dans un contexte de concurrence forte potentiellement destructrice, avec un succès inégal, même si les deux situations finales sont proches avec un label dominant et de petits labels différenciés. Ces évolutions sont maintenant détaillées.

2.4.1. Commerce équitable⁷

Depuis la naissance du mouvement dans les années 1960, le concept de commerce équitable a évolué, tout en restant centré sur la juste rémunération des petits producteurs. Cette amélioration sociale constitue le principal attribut de confiance recherché par la labellisation. Les acteurs qui se sont impliqués successivement dans la labellisation sur ce marché sont d'abord les ONG, dans un but sociétal, puis les entreprises (que ce soit les distributeurs ou les producteurs) dans un but concurrentiel, et enfin l'État qui a tenté de contenir la multiplication des initiatives en définissant une norme publique, sans succès. Détaillons à présent cette dynamique.

Les premiers acteurs à s'y être intéressés sont des ONG et des associations, avec un but clairement sociétal de réduction de la pauvreté dans les pays de l'hémisphère Sud et de changement des règles du commerce international⁸. L'une des grandes étapes de cette évolution a été la création de labels permettant de signaler les produits respectant les critères équitables et d'avoir ainsi accès à la distribution alimentaire non spécialisée, lieu privilégié de vente dans de nombreux pays du Nord. Le premier label, Max Havelaar, a ainsi été créé en 1988 aux Pays-Bas par un prêtre et une ONG en collaboration avec des producteurs de café mexicains. Au cours des années suivantes, des labels semblables ont vu le jour dans d'autres pays européens, créés par des acteurs de même type (Transfair en 1992 en Allemagne, FairTrade en 1994 au Royaume-Uni, etc.). La convergence des objectifs sociétaux et la spécialisation de chaque acteur sur son marché national a réduit la probabilité d'une concurrence

⁷ Cette analyse s'appuie plus particulièrement sur Poret (2007) et Poret (2010).

⁸ En 1998, les principaux organismes internationaux du commerce équitable (FLO, IFAT, NEWS! et EFTA) se sont regroupés au sein d'un consensus appelé FINE en vue d'harmoniser leurs pratiques et leurs normes. En 2001, ce groupement a défini le commerce équitable comme « un partenariat commercial, fondé sur le dialogue, la transparence et le respect, dont l'objectif est de parvenir à une plus grande équité dans le commerce mondial, et contribue ainsi au développement durable en offrant de meilleures conditions commerciales et en garantissant les droits des producteurs et des travailleurs marginalisés du Sud ».

entre ces acteurs et leur a permis de collaborer : ils se sont ainsi regroupés en 1997 au sein de FLO (Fairtrade Labelling Organisations). Cette situation correspond à la deuxième colonne du tableau, avec peu de concurrence.

Cette stratégie de labellisation du commerce équitable et de vente via la grande distribution n'a pas fait l'unanimité au sein du milieu et a conduit à une segmentation du marché. En effet, certains acteurs du commerce équitable, comme la Fédération Artisans du monde ou la coopérative Andines, refusent l'entrée du commerce équitable dans la grande distribution, car « cette dernière a un comportement non-éthique par nature ». Ces réseaux importateurs, grossistes et détaillants, reposant sur le travail bénévole, distribuent majoritairement des produits artisanaux non labellisés. Nous ne nous intéresserons pas à ce segment de marché, non concerné par la labellisation et minoritaire en termes de volume de ventes.

Dans un second temps, distributeurs et producteurs conventionnels sont entrés sur le marché par la filière produit certifié. Par la mise en vente de produits labellisés équitables, l'objectif des distributeurs est la maximisation du profit en créant un effet de réputation qui leur soit propre. Outre la distribution de produits labellisés existants, ils se sont en effet lancés dans la labellisation de leurs marques de distributeurs par le label précurseur (partenariat Monoprix et Max Havelaar), mais aussi dans la création d'autres labels. Certains ont ainsi préféré créer puis contrôler leur propre cahier des charges de commerce équitable, comme Carrefour en 2002 avec le label Bio Equitable délivré par Ecocert. Par la suite, certains industriels se sont lancés dans des démarches de certification. Par exemple, Unilever s'est associée à l'ONG Rainforest Alliance pour labelliser l'ensemble de la production du thé Lipton. Le but est également de différencier ces produits 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 d'une ONG qui y voit un impact sociétal, mais également un gain pour sa propre réputation, car être le labellisateur d'une grande marque permet en retour de devenir leader sur le marché de la labellisation.

Avec la multiplication de ces initiatives, on passe dans la première colonne du tableau, avec une concurrence forte et des labels hétérogènes tant dans leurs niveaux d'exigences que dans leurs types de critères, soit une différenciation à la fois verticale et horizontale. Devant la multiplication des initiatives privées utilisant le terme « équitable » et le risque de confusion chez les consommateurs, l'État français via l'Afnor est intervenu dans l'optique de créer une norme. Cette démarche a abouti à la rédaction d'un texte de référence en 2006 mais pas à une norme publique. En cause notamment, la difficulté d'aboutir à une définition commune. En effet, le concept de commerce équitable repose sur des notions qui sont très complexes et très difficilement « normables » (Blanc et al., 2003). Qu'est-ce qu'un prix juste ? Doit-il être le même dans tous les pays ? Qui doit en bénéficier ? De plus, la réputation importante de l'ONG Max Havelaar auprès des consommateurs via le logo et sa structure reconnue au niveau internationale lui a permis de défendre le concept et d'empêcher la définition d'une norme trop faible, notamment n'intégrant pas de prix minimum garanti aux producteurs, désirée par les industriels conventionnels et les grands distributeurs.

L'intervention publique n'a donc pas permis de réduire le nombre de labels et de stabiliser la situation. Où en est-on aujourd'hui ? Actuellement en France, il semble que Max Havelaar soit devenu le label incontournable, même si d'autres labels se rapprochant du concept comme Bio Equitable ou Rainforest Alliance existent. En 2010, 98% des Français avaient déjà entendu parler de commerce équitable, alors qu'ils n'étaient que de 9% en 2000, 55% reconnaissent le label Fairtrade / Max Havelaar, et 84% lui font confiance pour assurer une meilleure rémunération du travail des petits producteurs des pays du Sud et permettre leur développement (enquête IPSOS, juin 2011). Par ailleurs, certaines entreprises qui avaient cherché au départ à contourner cet acteur travaillent maintenant avec lui, comme Carrefour. 170 marques françaises utilisent des matières premières produites dans le respect des standards édictés par FLO (site web Max Havelaar) et les produits labellisés Max Havelaar (FLO) représenteraient environ 80% du chiffre d'affaires total du commerce équitable (site web Ekitinfo.org). On est donc repassé à la colonne de droite du tableau, d'une situation avec de nombreuses initiatives à une situation de label dominant et de segmentation du marché de la labellisation avec d'autres labels moins exigeants sur certains critères, mais avec des caractéristiques différentes ou additionnelles, comme l'agriculture biologique pour Bio Equitable ou la préservation des écosystèmes et la lutte contre la déforestation pour Rainforest Alliance ; une certaine forme de différenciation à la fois horizontale et verticale se confirme.

2.4.2. Agriculture biologique

L'agriculture biologique désigne un mode de production se voulant respectueux de la nature, en excluant l'usage d'intrants chimiques de synthèse (engrais ou pesticides). Ce critère environnemental non vérifiable par le consommateur constitue la base de la labellisation. Sur ce marché, on a une implication initiale de multiples ONG avec comme objectif sociétal le respect de l'environnement. L'intervention de l'État a permis d'aboutir à une norme publique et un label, contrairement au cas du commerce équitable. Enfin, certains acteurs de type ONG ou entreprises lancent des labels différenciés aux côtés du label public dominant. Examinons cette évolution dans le détail.

Dès ses débuts en France, dans les années 1950, le mouvement dit d'agriculture biologique a été porté par une multitude de petits acteurs hétérogènes : agriculteurs, médecins, consommateurs, agronomes, intellectuels, regroupés en organismes gestionnaires de mentions, réseaux définissant leur norme autour d'idéologies différentes comme la biodynamie, l'agriculture organique ou l'agriculture organo-biologique, tels que Nature et Progrès, Demeter, Terre et Vie, UNIA, certains représentant une marque collective (Brechet et Schieb-Bienfait, 2006 ; Sylvander, 1997). Au début des années 1980, on est dans une situation d'augmentation de la demande pour ces produits, avec une cohabitation fragile de réseaux de production animés de logiques différentes et l'apparition de nouveaux acteurs, certains ayant des comportements opportunistes voire frauduleux. Cette situation correspond à la première colonne du tableau, avec une multiplication des acteurs en concurrence.

Comme dans le cas du commerce équitable, cette concurrence accrue entre labels et les risques de confusion et de fraude justifient l'intervention de l'État. Le ministère de l'agriculture a ainsi composé 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. La définition d'une norme publique a été facilitée par le fait que le régulateur avait une influence forte et que la définition de caractéristiques pour l'agriculture biologique est plus aisée que pour le commerce équitable par exemple, puisqu'elle peut porter uniquement sur les techniques de production quantifiables. En effet, l'agriculture biologique est définie de manière générale comme un mode de production ayant recours à des pratiques culturales et d'élevage soucieuses du respect des équilibres naturels. Le cahier des charges décidé par le régulateur se réfère lui presque exclusivement aux techniques de fertilisation et de traitement (Sylvander, 1997). La norme AB, premier standard public en Europe, est alors soumise au respect de ce cahier des charges en 1988 et à la certification obligatoire par un organisme certificateur, tel Ecocert, en 1993, pour accroître la confiance des consommateurs. On passe ainsi dans la deuxième colonne du tableau, la plus stable, avec un label dominant (voire quasi unique), qui est le label AB basé sur cette norme.

Les effets de cette intervention sont a priori positifs sur l'essor du marché. La certification a entraîné une standardisation de l'agriculture biologique, un développement du marché avec l'entrée d'industriels de l'agro-alimentaire et de grands distributeurs, et en parallèle une restructuration des réseaux historiques. À côté du label public, des labels plus restreints subsistent grâce à leur spécialisation verticale sur des critères plus exigeants ou additionnels (Nature et Progrès, Demeter, etc.).

Ce phénomène de concurrence s'est cependant accentué récemment avec le nouveau règlement européen CE n° 847/2007 ayant pour but de clarifier et d'harmoniser la réglementation au niveau européen depuis 2009 et d'éliminer les cahiers des charges nationaux plus contraignants. Ainsi, en France, en réaction à cette harmonisation à la baisse, les membres du mouvement Alternative Bio ont créé en 2010 un nouveau label, la marque Bio Cohérence engagée dans une agriculture biologique respectueuse des équilibres environnementaux, mais aussi sociaux et économiques, du producteur au consommateur. On reste cependant dans la deuxième colonne du tableau avec la dominance du label public.

Le label Agriculture Biologique de l'Union Européenne, moins exigeant que le label AB français, représente en définitive un standard minimum de qualité de la production biologique. Les produits certifiés uniquement par le label européen ou français sont présents majoritairement dans la grande distribution conventionnelle. Les labels plus exigeants, créant ainsi une différenciation verticale au sein de l'agriculture biologique, se vendent plutôt chez les distributeurs spécialisés bio (Biocoop, Naturalia, les nouveaux Robinson) ou par les circuits courts.

3. Le cas de l'ISR en France⁹

L'ISR offre un terrain privilégié pour appliquer la grille d'analyse. De manière synthétique nous allons montrer que l'ISR offre des similitudes avec le commerce équitable plutôt qu'avec l'agriculture

⁹ Cette section s'appuie principalement sur la thèse de Samer Hobeika (2011), et plus particulièrement sur des entretiens réalisés auprès de professionnels du secteur (voir la liste en Annexe 7.1.) et sur l'étude de l'offre de produits ISR aux particuliers (voir la synthèse en Annexe 7.2.).

biologique, sans connaître à ce jour une situation dans laquelle la labellisation puisse pleinement jouer son rôle.

Nous allons tout d'abord présenter l'investissement socialement responsable, un mode de gestion financière prenant en compte des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance ; les principaux chiffres du marché, en forte croissance depuis quelques années ; ainsi que les attributs qui en font un bien de confiance et qui justifient l'apparition d'un label, notamment des pratiques de gestion invérifiables par le consommateur, complexes et très diverses.

3.1. Attributs

L'ISR est un produit conçu par un producteur, la société de gestion, et généralement distribué aux consommateurs, les investisseurs¹⁰, via des réseaux bancaires ou d'assurance, dont dépendent souvent les sociétés de gestion. Un produit financier ISR se distingue d'un produit financier classique par la prise en compte de critères additionnels d'ordre extra-financier dans le processus de gestion. Ces critères portent sur l'Environnement, le Social et la Gouvernance (ESG). Les fonds ISR font donc l'objet d'une technologie de production différente, plus complexe.

Le marché de l'ISR en France est un marché jeune mais en forte croissance depuis plusieurs années. On entend par marché français de l'ISR, les encours détenus par des résidents français et investis sur tous les supports (fonds ouverts, épargne salariale, mandats de gestion et gestion interne). Après avoir atteint les 68 milliards d'euros en 2010, les encours ISR sont passés à 115,3 milliards d'euros fin 2011, soit une hausse de 69% (Enquête annuelle de Novethic, 2012). Cependant, par rapport à l'ensemble des OPCVM ouverts aux particuliers, l'ISR garde une part modeste même si croissante (pour comparer avec le marché global des OPCVM, on se limite aux fonds domiciliés en France) (voir Tableaux 1 et 2). Les investisseurs particuliers représentent environ un tiers de ce marché.

¹⁰ On s'intéresse ici aux investisseurs particuliers, ce marché étant distinct de celui des investisseurs institutionnels qui ne répond pas au même fonctionnement.

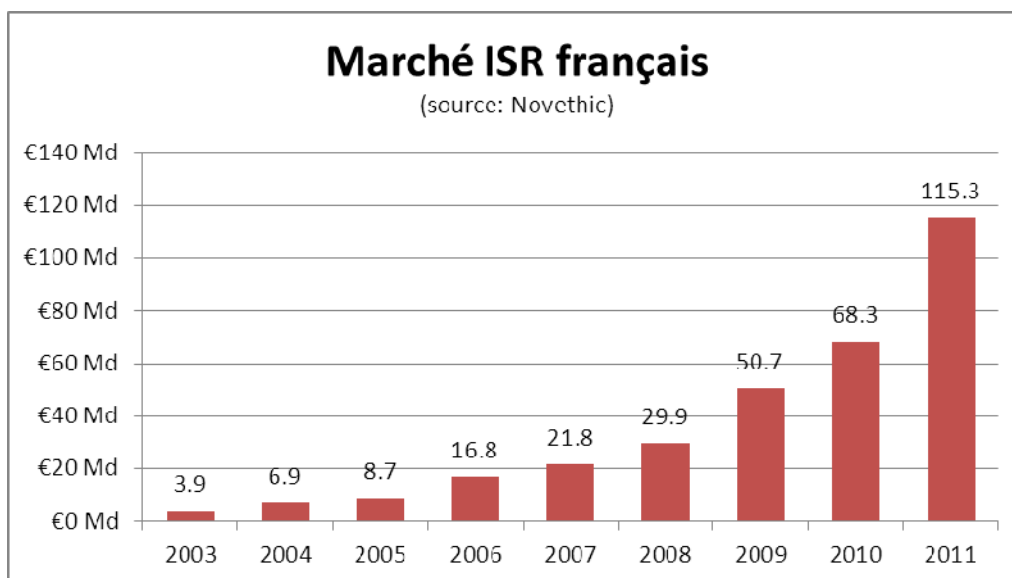


Tableau 1 : Évolution du marché ISR français entre 2003 et 2011. Source : Novethic.

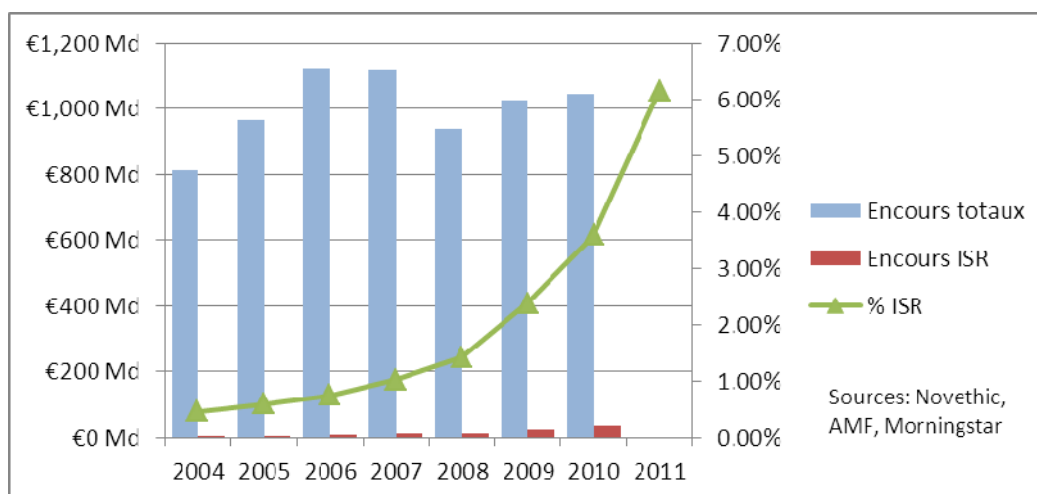


Tableau 2 : Évolution des encours des fonds ouverts distribués en France (ensemble des fonds et fonds ISR) et de la part de l'ISR, entre 2004 et 2011. Sources : Novethic, AMF, Morningstar.

Le caractère de biens de confiance des produits de l'ISR tient à deux facteurs : d'une part, la complexité inhérente bien connue des produits financiers (Carlin, 2009) ; d'autre part, la diversité des pratiques ISR ou se rapprochant de l'ISR que peuvent mettre en place les sociétés de gestion. Reprenons plus en détail ce dernier point.

Il n'existe pas de classification arrêtée des approches ISR ou apparentées, tellement celles-ci sont variées et la définition de ce qui entre ou non dans l'ISR diverge. Nous présentons de façon simplifiée les approches utilisées généralement en France dans les fonds se présentant comme ISR, responsables, éthiques ou encore verts.

Les approches liées aux pratiques ESG (environnementales, sociales, de gouvernance) des émetteurs s'appuient sur l'analyse des pratiques des émetteurs, souvent sur une batterie de critères (consommation d'énergie, consommation d'eau, production de déchets, formation des salariés, climat social, etc.) avec un impact sur la gestion qui peut être positif ou négatif. Dans le cas d'un impact positif, les meilleurs émetteurs sont favorisés, il s'agit de l'approche de sélection ESG ou *best-in-class* (sélection des meilleurs émetteurs dans chaque secteur d'activité). C'est l'approche la plus fréquente en France. Dans le cas d'un impact négatif, où les pires émetteurs ou ceux coupables de violations sur certains critères clés (en s'appuyant souvent sur les 10 principes du Pacte Mondial des Nations-Unies liés à l'environnement, les droits de l'homme, le droit du travail, et la corruption) sont exclus du portefeuille : on parle d'exclusion normative.

Dans les approches liées à l'activité des entreprises, on retrouve une approche positive et une approche négative. Dans le premier cas, certains secteurs jugés bénéfiques (énergies renouvelables, gestion de l'eau, santé...) sont privilégiés ; ce sont les fonds thématiques. Dans le second cas, des secteurs jugés néfastes (tabac, armement, alcool...) sont exclus, on parle alors d'exclusion sectorielle ou de fonds éthiques, l'approche historique à l'origine de l'ISR.

Les approches d'engagement représentent une 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.

L'approche solidaire est généralement un complément à l'approche ISR puisque la partie solidaire représente moins de 10% du fonds, investi dans des entreprises à fort impact social (réinsertion, logement social, microcrédit...). L'approche solidaire peut également consister à reverser une part des frais de gestion à des associations, sans impact nécessaire sur la gestion.

Même si l'approche de sélection ESG domine en France avec plus de 90% des fonds ISR distribués, plusieurs approches sont souvent combinées. Les exclusions normatives et sectorielles concernent chacune un tiers des fonds, les approches thématiques environ un fonds sur cinq, et l'engagement moins de 10% des fonds (source Novethic à mi-2011). En plus de ces combinaisons, chaque approche peut être mise en place d'une multitude de façons (choix des critères, des seuils de notation et de sélection, des périmètres d'application, des secteurs d'activités, etc.), ce qui fait souvent dire aux professionnels qu'il y a autant, voire plus, d'approches ISR que de fonds ISR.

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 pas évaluées de la même façon que les États par exemple. La superposition de différentes approches, combinée à la complexité inhérente à chacune de ces approches, constitue un réel handicap pour la compréhension de l'ISR par les investisseurs individuels. Pour toutes ces raisons, un label semble opportun pour apporter au consommateur une information accessible.

3.2. Les organismes

Trois organismes principaux sont à l'origine de labels (ou d'initiatives s'en rapprochant) liés directement à l'ISR : le Comité intersyndical de l'épargne salariale (CIES), qui a lancé son label en 2002 ; l'Association française de gestion financière (AFG), association professionnelle des sociétés de gestion, qui pilote un code de transparence depuis 2005 en partenariat avec le Forum pour l'investissement responsable (FIR), et Novethic, filiale de la Caisse des Dépôts, qui a lancé son label en 2009 après avoir piloté une notation des fonds entre 2002 et 2009.

D'autres organismes ont envisagé de s'engager dans le processus de labellisation de l'ISR : Ecocert, déjà rencontré dans l'agriculture biologique, ou l'Afnor, qui a conduit une consultation sur le sujet en 2008 à la demande du Cercle Européen de l'ISR. De son côté l'Autorité des marchés financiers (AMF), organisme de régulation du secteur financier, serait a priori concerné mais elle ne s'y est pas pour l'instant intéressé.

3.2.1. Le CIES

Le Comité intersyndical de l'épargne salariale a été créé en 2002. Ce comité pouvant être vu comme une ONG 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 rôle du label traduit cet objectif : il est d'assurer une offre avantageuse aux salariés, avec des frais de gestion les plus bas possibles, une gamme regroupant l'ensemble des classes d'actifs avec possibilité de déplacer son épargne entre les différents produits de la gamme, et une représentation majoritaire des salariés aux conseils de surveillance des fonds.

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. Ce thème stipule que la gestion des fonds doit être ISR et que la société de gestion doit disposer d'une équipe interne dédiée s'appuyant sur au moins deux sources d'information externes (agences de notation extra-financière). Les autres critères portent sur l'intérêt des salariés et la gouvernance, synthétisés plus haut.

Quel historique et quel bilan à ce jour ? Au 30 juin 2011, 13 gammes ouvertes et trois fonds dédiés détenaient le label CIES, pour un encours de 7,7 milliards d'euros et une couverture des principaux réseaux. Ils n'étaient que 2 lauréats sur 27 candidats lors de la première session en 2002. L'essor du label a 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 extra-financière. 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.

3.2.2. L'AFG

L'Association Française de Gestion Financière est l'association professionnelle regroupant les sociétés de gestion actives en France. Son objectif est donc naturellement de défendre les intérêts de ces acteurs. Une commission regroupant certains représentants de sociétés de gestion travaille régulièrement sur les sujets relatifs à l'ISR.

Au vu du statut et de l'objectif de l'AFG, lancer un label viserait la préemption d'une régulation future d'une part, et le renforcement de la crédibilité de l'ISR de l'autre, ce qui suppose un équilibre entre critères trop contraignants ou trop laxistes.

Depuis 2005, en coordination avec Eurosif (l'association européenne de promotion de l'ISR) et le Forum pour l'investissement responsable (FIR), l'AFG pilote la version française d'un code de transparence pour les fonds ISR ouverts au public. 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 six grands thèmes : données générales ; critères d'investissement ESG ; processus d'analyse ESG ; évaluation, sélection et politique d'investissement ; politique d'engagement ; politique de vote. 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 poussé la transparence, même si la qualité des réponses et leur lisibilité reste très inégale. 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.

3.2.3. Novethic

Novethic a été fondé en 2001 dans le giron de la Caisse des dépôts, mais il s'apparente plus à ce que nous avons défini comme une ONG. Essentiellement financé par la Caisse des dépôts, il n'a pas de but lucratif et a entre autres pour objectif le développement et la promotion de l'ISR.

Le rôle du label dans le cas 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 aux particuliers, tout en tentant d'apporter du côté des producteurs des processus plus exigeants et une transparence accrue.

En 2009, le label ISR Novethic 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 était adoptée par l'essentiel des

sociétés de gestion et utilisée par des investisseurs institutionnels, mais a été jugée peu lisible par les particuliers. Après des consultations préliminaires avec plusieurs acteurs du secteur, un comité d'experts indépendants 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. L'adoption par les sociétés de gestion a été forte la première année et s'est renforcée lors des processus de labellisation conduits chaque année, malgré certains sujets cristallisant des tensions.

L'impact de ce label a été jugé très significatif sur la transparence des acteurs ; à titre d'exemple sur l'un des critères, les 142 fonds labellisés en 2010 publient leur inventaire détaillé, alors qu'ils étaient moins d'une dizaine avant le lancement du label. Il est cependant difficilement mesurable sur la diffusion ; si des efforts de mise en avant ont été observés dans certains réseaux en s'appuyant en partie sur ce label, une réelle stratégie de distribution de l'ISR reste absente dans l'ensemble des réseaux.

3.3. Dynamique concurrentielle

La dynamique concurrentielle entre les labels sur le marché ISR peut être analysée en distinguant trois phases, définies par les lancements de ces initiatives et par le contexte d'expansion du marché. Une première phase entre les années 2000-2005 est marquée par l'émergence du marché ISR, la création de Novethic et du CIES, et le lancement de la notation Novethic et du label CIES. La deuxième phase entre 2005 et 2009 débute par le lancement du code de transparence AFG-FIR et voit une forte mise en avant de l'ISR avec son lot de réflexions et débats. Enfin, une phase initiée en 2009 par le lancement du label ISR Novethic redistribue les cartes.

3.3.1. Apparition du marché et des labels

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 de type ONG, souvent les premiers à s'impliquer sur des initiatives de labellisation sur des critères environnementaux et sociaux liés à des biens de confiance, comme on l'a vu sur les marchés de l'agriculture biologique ou du commerce équitable. Ainsi en 2001, Novethic est créé au sein de la Caisse des Dépôts comme centre de recherche et de promotion de l'ISR et lance en 2002 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 et sur le segment de marché considéré (fonds ISR grand public versus gammes d'épargne salariale). D'après notre grille on est dans la colonne de droite, avec une concurrence faible et une différenciation à la fois horizontale et verticale. 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.

3.3.2. Développement du marché et débats

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, l'offre s'étend et se diversifie, la crise financière remet en cause les pratiques classiques et promeut des démarches plus responsables, le Grenelle de l'environnement met en lumière l'importance du développement durable à tous les échelons y compris financier, et du côté des sociétés de gestion l'ISR se diffuse progressivement à l'ensemble de la gestion (phénomène appelé *mainstreaming*). 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 est à situer dans cette dynamique, une volonté de l'AFG d'apporter un outil permettant de crédibiliser l'ISR tout en limitant les contraintes des sociétés de gestion et la probabilité d'une régulation publique coûteuse. La concurrence entre labels s'accroît et on se déplace vers la colonne de gauche de notre grille.

3.3.3. Structuration du marché

L'année 2009 marque un bouleversement de cette dynamique concurrentielle avec le lancement du label ISR Novethic en remplacement de la notation menée par cet organisme depuis 2002, jugée inadaptée à la promotion des fonds ISR auprès des clients individuels. Avec des exigences poussées, notamment en matière de transparence, et un début de définition de l'ISR, ce lancement a un impact marqué sur le marché et les acteurs, qu'il s'agisse des sociétés de gestion ou des autres organismes labellisateurs. La concurrence devient forte entre les labels et les relations se compliquent entre les organismes qui les portent. La période 2009-2012 verra à la fois des tentatives de conciliation et de collaboration entre Novethic, le CIES et l'AFG, et une domination progressive du label ISR Novethic. Le label CIES se différencie horizontalement en se concentrant sur le segment de l'épargne salariale et en promouvant des critères additionnels et le code de transparence de l'AFG se différencie verticalement en devenant un standard minimum de transparence lorsqu'il est rendu obligatoire en 2010 pour les fonds ISR distribués en France. La situation n'est cependant pas stable car, même si la concurrence entre labels s'est réduite depuis 2009 et que Novethic s'est imposé comme le label de référence, il continue de souffrir de certaines contestations comme l'absence du premier acteur du marché, Amundi, en 2012 ; de plus, la collaboration entre les trois organismes labellisateurs, vue par plusieurs acteurs du marché comme une nécessité, reste à définir.

3.4. Les freins au développement du marché ISR aux particuliers

On peut établir un bilan synthétique des principaux effets des labels sur la structuration du marché : 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. Les labels ont ainsi eu un effet structurant fort sur l'offre de fonds ISR. Mais qu'en est-il de la distribution et de la demande ? Le bilan apparaît beaucoup plus incertain, et ce pour plusieurs raisons, principalement liées à l'absence de stratégie de distribution de ces produits et au décalage entre l'offre et la demande.

3.4.1. Une distribution non investie

La principale raison du bilan mitigé des labels ISR tient au mode de distribution particulier des produits financiers et à l'absence de stratégie de distribution des produits labellisés : contrairement aux produits de grande distribution comme un café équitable ou un yaourt bio, un fonds ne fait pas l'objet d'une décision d'achat classique. On peut noter d'ailleurs que la grande distribution s'est lancée très tôt dans la vente voire la conception de produits labellisés AB et équitable. Pour paraphraser un responsable de l'AFG, un produit financier ne s'achète pas, il se vend. Les investisseurs particuliers sont par ailleurs peu formés à la compréhension de ces produits très complexes (Carlin 2009), ils ne connaissent généralement ni les producteurs des fonds (les sociétés de gestion), ni les organismes labellisateurs, et ils sont généralement tributaires des produits proposés par le conseiller financier de leur réseau bancaire. Or ces conseillers eux-mêmes connaissent peu ou pas les fonds ISR et, en l'absence de volonté stratégique des grands réseaux de promouvoir ces produits, il est très compliqué de faire y souscrire les investisseurs finaux. Il faut savoir que l'offre de fonds est pléthorique. Par exemple, d'après un panorama des sites internet des principales banques effectué en 2010, un client de la Société Générale peut accéder à plus de 150 fonds ; celui de BNP Paribas en aura 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 avait 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*. La gamme *Investir autrement*, qui rassemble les fonds ISR distribués par la banque, est présentée dans les mêmes conditions d'accessibilité 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). Cet engagement stratégique de la Banque Postale apparaît largement minoritaire dans la profession. Dans l'ensemble, les responsables de réseaux ne partagent pas cette vision. Les chargés de clientèle restent insuffisamment formés aux concepts financiers de base ; il serait donc illusoire de demander à ces conseillers d'expliquer l'ISR, 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.

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, seuls les rares clients avertis, à la fois sur le fonctionnement financier et sur les caractéristiques extra-financières des fonds, investissent en ISR. Dans ces conditions, le label ne peut jouer pleinement son rôle de signal vis-à-vis de la clientèle. Il peut en revanche servir d'outil dès lors que les réseaux de distribution décident de promouvoir l'ISR.

3.4.2. Un concept mis en cause

L'autre principale raison du manque d'effet structurant des labels sur la demande est le possible décalage entre les approches ISR qui dominent l'offre actuelle et les attentes des investisseurs particuliers. Alors que l'industrie promet aujourd'hui des approches de type sélection ESG qui mettent en avant les meilleures pratiques au sein de chaque secteur d'activité, les particuliers se portent plus naturellement sur des approches d'exclusion d'entreprises ou de secteurs controversés, une pratique plus lisible avec un impact beaucoup plus direct et observable sur le produit. En 2010, l'ONG les Amis de la Terre a étudié des 89¹¹ fonds labellisés par Novethic en 2009. Parmi ces 89 fonds, 71 possèdent dans leurs portefeuilles d'actifs au moins une des 15 entreprises controversées sélectionnées par l'ONG pour leurs pratiques sociales et environnementales désastreuses. Elle estime alors l'appellation ISR trompeuse pour les épargnants et conteste les choix effectués par Novethic pour l'attribution de son label ISR (Le Monde, 2010). Plus précisément, l'ONG dénonce l'approche *best-in-class* comme mode de sélection des entreprises dans les fonds labellisés ISR, au détriment de l'exclusion sectorielle largement pratiquée dans le monde anglo-saxon (Louvel et Rivoalan, 2010).

Pour comprendre cette mise en cause il faut savoir que l'ISR en France est issu de deux courants distincts (Plihon et Ponssard, 2002). D'une part, on peut le rattacher à la tradition des fonds éthiques, pratique qui s'est développé dans les années 1980 sous l'impulsion de congrégations religieuses, à l'instar de ce qui s'est produit aux États-Unis, sachant que cette pratique s'est élargie ensuite vers des objectifs sociaux (emploi et développement). D'autre part, l'ISR se rattache à l'émergence générale de la Responsabilité Sociale des Entreprises (RSE). La RSE peut schématiquement être rattachée à trois courants de pensée. Le courant *business ethics* considère qu'une entreprise se doit d'intégrer son obligation morale envers la société (Goodpaster, 1983). Le courant *business and society* (Wood, 1991) affirme que l'entreprise intègre la RSE en raison des contraintes institutionnelles pour préserver sa légitimité vis-à-vis de l'ensemble de ses parties prenantes (Freeman, 1984). Enfin, le courant *business case* (Vogel, 2005) voit dans la RSE une source d'innovation stratégique permettant d'améliorer la performance économique de l'entreprise.

¹¹ Trois des 92 fonds labellisés par Novethic en 2009 ont été fusionnés avec d'autres fonds labellisés dans les mois qui ont suivi la labellisation, ce qui explique l'échantillon de 89 fonds de cette étude.

L'analyse du contenu des labels ISR montre à l'évidence que c'est le courant de pensée *business case* qui domine. L'argument dominant pour la prise en compte de critères ESG dans la sélection d'un portefeuille est de nature commerciale, cette prise en compte doit lui conférer une meilleure performance financière sur la durée. Une enquête récente montre que les analystes ISR au sein des sociétés de gestion en France sont effectivement une majorité à voir un intérêt financier à prendre en compte les enjeux ESG et qu'ils sont presque aussi nombreux à penser que l'ISR va se fondre dans la gestion globale, phénomène appelé *mainstreaming*. Même si les très nombreux travaux académiques laissent sceptiques sur l'existence d'un tel lien, cet état d'esprit domine chez les praticiens (Crifo et Mottis, 2010). Ce courant *business case* qui prévaut chez les professionnels est en décalage avec les attentes des investisseurs particuliers. Plusieurs sondages effectués ces dernières années permettent en effet 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 connaître 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 tient à cœur (TNS-Sofres, 2008).

4. Conclusion

En partant du constat que l'ISR est un bien de confiance, le rôle d'un label apparaît naturellement comme un moyen de signaler cette qualité environnementale et sociale et de favoriser le développement du marché. Ce n'est cependant pas ce que l'on observe car en étudiant les leviers de la forte croissance de l'ISR, celle-ci n'est clairement pas directement et principalement liée à l'utilisation des labels et à une possible augmentation de la vente de ces produits aux particuliers grâce à ces outils, mais à une conjonction d'autres facteurs : conversion de fonds existants à l'ISR, orientations stratégiques d'investisseurs institutionnels,.... Le rôle des labels, s'il est structurant sur la conception de l'offre de fonds ISR, reste pour l'instant incertain sur l'ensemble du marché des investisseurs individuels, notamment la distribution et la demande. L'influence des labels est en effet tributaire de l'utilisation qui en est faite par les réseaux de distribution, distincts des producteurs de fonds que sont les sociétés de gestion, et ces initiatives ne peuvent donc pleinement jouer leur rôle en l'absence de volonté stratégique de distribuer l'ISR aux investisseurs visés. D'un autre côté, peut-être du fait de la distance dans la chaîne de distribution entre concepteurs de produits et investisseurs finaux, un décalage apparaît entre les approches dominantes des fonds ISR existants, axées sur la sélection des meilleures pratiques ESG, et les attentes des investisseurs individuels, plus orientées vers des stratégies à l'impact plus observable comme les approches thématiques ou les exclusions.

Ainsi, en plus d'être complexe, la définition du concept labellisé ne correspond pas aux attentes des acheteurs potentiels, il leur est donc difficile d'y adhérer et encore moins d'exprimer une demande vis-à-vis des attributs des produits labellisés. Cet élément négatif ne se retrouve pas dans les deux marchés matures étudiés dans cet article pour des raisons différentes. Dans le cas de l'agriculture biologique, la norme publique a permis la diffusion du concept et a renforcé sa crédibilité chez les consommateurs.

Dans le cas du commerce équitable, c'est l'ONG porteuse du premier label, Max Havelaar, qui a promu le concept par des actions d'information du grand public, grâce notamment à des aides publiques, et par ses partenariats avec des entreprises et des grands distributeurs afin de faciliter sa diffusion effective et concrétiser les achats. Pour éviter que l'écart entre l'offre et les attentes des investisseurs ne se creuse, les organismes gérant les labels ISR pourraient s'inspirer de telles démarches, mais également réconcilier les conceptions différentes de l'ISR en réintégrant certains enjeux éthiques dans le processus.

Ce rôle incertain des labels sur la structuration du marché de l'ISR est bien mis en évidence par la grille de lecture développée dans cet article. Cette grille a permis de mettre en lumière les spécificités de ce marché, elle a également rendu compte de la dynamique concurrentielle entre acteurs labellisateurs, en analysant les attributs labellisés, les motivations des acteurs labellisateurs, et l'évolution de leurs interactions au fil du développement du marché. Cette grille peut donc permettre de comprendre les déterminants de l'apparition de labels sur un marché et de leur développement, de porter un diagnostic sur la situation actuelle, voire d'analyser de façon prospective leurs possibles évolutions et proposer des scénarios d'intervention publique potentiellement souhaitables. Cette analyse prospective reste à mener.

5. Références

Akerlof G. (1970). The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84: 488-500.

Baron D. P. (2001). Private Politics, Corporate Social Responsibility, and Integrated Management Strategy. *Journal of Economics and Management Strategy*, 10: 7-45.

Baron D. P. (2012). The Industrial Organization of Private Politics, *Quarterly Journal of Political Science*, 7(2): 135-174.

Beath J., Katsoulacos Y. (1991). The Economic Theory of Product Differentiation. Cambridge University Press, New York, NY.

Blanc J.-P., Breaud O., Massia P. (2003). Commerce équitable et café, rébellion ou nécessaire évolution ? Paris, Ed. L'Harmattan.

Brechet J.-P., Schieb-Bienfait N. (2006). Projets et pouvoirs dans les regulations concurrentielles – La question de la morphogenèse d'une filière d'agriculture biologique. *Revue d'économie industrielle*, 113 : 9-29.

Carlin B. (2009). Strategic Price Complexity in Retail Financial Markets. *Journal of Financial Economics*, 91: 278-287.

Crifo P., Mottis N. (2010). SRI Analysis and Asset Management: Independent or Convergent? In Crifo, P., J.-P. Ponsard, Corporate social responsibility: from compliance to opportunity?. Éditions de l'École Polytechnique, Palaiseau.

- Dankers C. (2003). Environmental and Social Standards, Certification and Labeling for Cash Crops. FAO: Rome.
- Darby M., Karni E. (1973). Free competition and the optimal amount of fraud, *Journal of Law and Economics* 16: 67-88.
- David M. (2004). Les approches volontaires comme instrument de régulation environnementale. *Revue française d'économie*, 19(1) : 227-273.
- Farrell J., Shapiro C. (1988). Dynamic Competition with switching costs. *Rand Journal of Economics*, 19(1).
- Feddersen T. J., Gilligan T. W. (2001). Saints and Markets: Activists and the Supply of Credence Goods. *Journal of Economics and Management Strategy*, 10(1).
- Fischer C., Lyon T.P. (2012). Competing Environmental Labels. Working Paper Ross School of Business. University of Michigan.
- Fleckinger P., Glachant M. (2009). La Responsabilité Sociale de l'Entreprise et les accords volontaires sont-ils complémentaires ? *Économie et Prévision*, 190-191: 95-105.
- Freeman R.E. (1984). Strategic Management: A stakeholder Approach. Boston, MA: Pitman.
- Fuchs D., Kalfagianni A., Havinga T. (2011). Actors in Private Food Governance. The Legitimacy of Retail Standards and Multistakeholder Initiatives with Civil Society Participation. *Agriculture and Human Values*, 28(3): 353-367.
- Giraud-Héraud E., Hoffmann R. (2010). Corporate Social Responsibility as a Strategy for Safe and Healthy Food. In Crifo, P., J.-P. Ponsard, Corporate social responsibility: from compliance to opportunity? 169-188. Éditions de l'École Polytechnique, Palaiseau.
- Goodpaster K. E. (1983). The Concept of Corporate Responsibility. *Journal of Business Ethics*, 2 (1): 1 - 22.
- Henson S.J., Caswell J.A. (1999). Food Safety Regulation: An Overview of Contemporary Issues. *Food Policy*, 24: 589-603.
- Hobeika S. (2011) L'investissement socialement responsable: des épargnants particuliers aux investisseurs institutionnels de long terme. Thèse de Doctorat. Ecole Polytechnique, Palaiseau, France.
- Ifop (2007). Les actionnaires et l'ISR. Investir Magazine numéro de juillet-août 2007. Réalisé par Ifop du 4 au 9 mai 2007.
- Katz M.L., Shapiro C. (1986). Technology adoption in the presence of network externalities. *Journal of Political Economy*, 94(4).

- Klemperer P. (1987). Markets with consumer switching costs. *The Quarterly Journal of Economics*, May.
- Le Monde (2010). La finance responsable est-elle crédible ? Article paru dans l'édition du 16 octobre 2010.
- Louvel Y., Rivoalan S. (2010). Investissement Socialement Responsable : l'heure du tri. Amis de la Terre, Montreuil 28 p..
- Lutz S., Lyon T. P., Maxwell J. W. (2000). Quality Leadership When Regulatory Standards Are Forthcoming, *Journal of Industrial Economics*, 48(3), 331-48.
- Marette S. (2005). The Collective-Quality Promotion in the Agribusiness Sector: An Overview. Working Paper 05-WP 406 October 2005, Center for Agricultural and Rural Development, Iowa State University.
- Maxwell J. W., Decker C. (2006). Voluntary environmental investment and regulatory responsiveness. *Environmental and Resource Economics*, 33 (4): 425-439.
- McCluskey J. J., Loureiro M. L. (2005). Reputation and Production Standards, *Journal of Agricultural and Resource Economics*, 30 (1): 1-11.
- Morgenstern R.D., Pizer W.A. (2007). Reality check: the nature and performance of voluntary environmental programs in the United States, Europe, and Japan. RFF Press.
- Nelson P. (1970). Information and Consumer Behaviour, *Journal of Political Economy*, 78: 311-329.
- Novethic (2010). Les chiffres 2009 du marché français de l'ISR.
- Opinionway (2008). Les Français et les outils financiers responsables : notoriété, perception et intérêt. Paris Europlace. Réalisé par Opinionway du 12 au 13 novembre 2008.
- Plihon D., Ponssard J.-P. (2002). La montée en puissance des fonds d'investissement : quels enjeux pour les entreprises ? La Documentation Française, collection Etudes.
- 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.
- Smith G. (2009). Interaction of Public and Private Standards in the Food Chain. OECD Food, Agriculture and Fisheries Working Papers, No. 15, OECD Publishing.
- Sykes A. O. (1995). Product Standards for Internationally Integrated Goods Markets. The Brookings Institution, Washington, DC.

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.

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.

Valceschini E., Saulais L. (2005). Articulation entre réglementation, normalisation et référentiels privés dans les industries agro-alimentaires - DPEI-ADEPRINA - Etude sur le système de standardisation de la sécurité alimentaire dans les IAA, 117 p..

Vogel D. (2005). The market for virtue – the potential and limits of corporate social responsibility. Brookings Institution Press.

Wood D.J. (1991). Corporate social performance revisited. *Academy of Management Review*. 16(4): 691-718.

6. Annexes

6.1. Liste des entretiens réalisés à propos de la labellisation

Sociétés de gestion

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

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)

6.2. Panorama de l'offre de distribution des produits ISR aux particuliers

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 à savoir :

- 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

On présente ici la synthèse de ces résultats selon quatre dimensions.

(i) 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 « fonds 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.

(ii) 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.

(iii) 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.

(iv) 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.

(v) Bilan synthétique

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 traîne 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.