

LA RECOMMANDATION DES FONDS ISR

Une étude empirique sur les conseillers clients bancaires français
Marco Heimann et Sébastien Pouget

Lavoisier | *Revue française de gestion*

2013/7 - N° 236
pages 149 à 162

ISSN 0338-4551

Article disponible en ligne à l'adresse:

<http://www.cairn.info/revue-francaise-de-gestion-2013-7-page-149.htm>

Pour citer cet article :

Heimann Marco et Pouget Sébastien, « La recommandation des fonds ISR » Une étude empirique sur les
conseillers clients bancaires français,
Revue française de gestion, 2013/7 N° 236, p. 149-162. DOI : 10.3166/RFG.236.149-162

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.

MARCO HEIMANN
SÉBASTIEN POUGET

IAE Toulouse, université Toulouse 1 Capitole



La recommandation des fonds ISR

Une étude empirique sur les conseillers clients bancaires français

À partir d'une enquête en ligne, l'article¹ étudie trois variables (caractéristiques du fonds, valeurs personnelles du conseiller, demande du client) influençant les recommandations des fonds d'investissement socialement responsable (ISR) par les conseillers clients bancaires. La propension à recommander est influencée par le type d'approche ESG, et la labellisation ISR. Les facteurs liés à la personnalité du conseiller et à la demande du client jouent aussi un rôle mais dans une moindre mesure. Les résultats soulignent l'utilité, pour favoriser la commercialisation des fonds ISR, de la mise en avant de certaines caractéristiques des fonds.

L'investissement socialement responsable (ISR) a connu un grand succès au cours des dernières années. L'évolution des encours ISR en France est passée de 21,8 mds en 2007 à 68,3 mds en 2010 (Blanc, 2010) et les chiffres de croissance sont similaires à travers le vieux continent (Marcillac (de), 2008). Malgré son statut de niche en finance, Sparkes et Cowton (2004) parlent d'une maturation de l'ISR, devenant un investissement de gestion classique (*mainstream*) de plus en plus accessible au grand public. Crifo et Mottis (2011) ont analysé le comportement de plusieurs équipes d'analystes ISR français et concluent qu'il y a une convergence en cours entre gestion classique et gestion ISR. En y regardant de plus près, nous constatons que le mouvement ISR est encore dominé par les investisseurs institutionnels, qui représentent 70 % de l'ISR en France et 94 % en Europe (Blanc *et al.*, 2010). Pourtant, la demande de la part des investisseurs particuliers pour des informations extrafinancières est grande (Hummels et Timmer, 2004). De manière plus générale, les études sur le consommateur montrent qu'il est de plus en plus attiré par les produits dits « verts » (Griskevicius *et al.*, 2010) ou issus du commerce équitable (Loureiro et Lotade, 2005).

Il est légitime de se demander pourquoi les particuliers, alors qu'ils demandent des produits responsables, restent en marge du phénomène ISR. De manière plus pragmatique, il est question d'identifier les leviers qui pourraient permettre une meilleure distribution des fonds ISR chez les investisseurs particuliers.

Cet article étudie un de ces leviers de développement de l'ISR : la distribution par la voie des conseillers clients. Mais d'autres

leviers pourraient aussi être étudiés. Par exemple, Nilsson (2009) propose une étude de segmentation des clients ISR. Il montre que trois segments d'investisseurs ISR existent : ceux principalement motivés par le profit, ceux principalement motivés par la responsabilité sociale, et ceux motivés par ces deux aspects. Ainsi, on pourrait imaginer une étude qui vise les motivations des investisseurs particuliers, et/ou les incitations qui permettraient d'augmenter le comportement ISR, dans chaque segment. L'objectif de l'étude présente est de mieux comprendre pourquoi les conseillers clients recommandent des fonds ISR à travers une enquête en ligne. Les conseillers de deux banques françaises ont participé et indiqué leur propension à recommander des fonds dans des situations fictives. Une telle étude pourrait permettre de favoriser le développement des fonds ISR car, dans le domaine des produits d'investissements, les conseillers clients jouent un rôle moteur dans la commercialisation.

D'un point de vue économique, les conseillers peuvent envoyer des signaux aux investisseurs sur l'attrait de différents produits (Crawford et Sobel, 1982) ou simplifier la prise de décision en expliquant les principaux avantages et inconvénients des différents produits (Pouget, 2007). Par ailleurs, des études en psychologie ont montré que les individus ont tendance à suivre l'avis des experts principalement pour prendre de meilleures décisions (Harvey et Fischer, 1997), avoir bonne conscience, pour être rassuré (Snizek et Buckley, 1995) mais aussi afin de se dédouaner de la responsabilité (Harvey et Fischer, 1997). De plus, il a été observé que plus une situation est complexe, plus on a tendance choisir la facilité et suivre

le conseil (Kahneman, 2003). L'inclusion de critères extrafinanciers dans la décision d'investir augmente la complexité de la tâche et donc la tendance à suivre la recommandation du conseiller.

Plusieurs variables peuvent influencer les recommandations des conseillers. La première variable étudiée ici correspond aux caractéristiques des fonds. Dans le cas de l'ISR, on peut distinguer entre caractéristiques financière et extrafinancière. La caractéristique financière considérée dans cette étude est relative au couple rendement-risque d'un fonds représenté par la performance relative à l'indice de référence de l'univers d'investissement (MSCI Europe). Notre prédiction est qu'une meilleure performance financière d'un fonds augmente les recommandations des conseillers clients de ce même fonds.

Les caractéristiques extrafinancières d'un fonds correspondent à la qualité des entreprises dans lesquelles il est investi en termes d'ESG (environnement, social, gouvernance). La performance environnementale correspond, par exemple, aux efforts réalisés par une entreprise pour réduire ses émissions de gaz à effet de serre, ou pour la conservation de la biodiversité. Des critères pour la performance sociale sont les efforts en matière d'écart salarial, ou de droits des travailleurs. Des critères pour la performance en termes de gouvernance sont les efforts en matière de lutte contre la corruption, ou pour la transparence des organisations économiques.

Des agences spécialisées proposent des notations de la performance ESG des entreprises détenues par les fonds (Beer *et al.*, 2006). Nous faisons l'hypothèse que l'approche ESG choisie par un fonds (eg. approche généraliste, ou approche théma-

tique) influence les recommandations. À notre connaissance il n'existe pas d'étude qui met en relation les approches ESG avec les propensions à recommander des conseillers clients. Par conséquent la direction de l'effet attendu, c'est-à-dire quel type d'approche est recommandé, n'est pas connue *a priori*.

La seconde caractéristique des fonds étudiés dans cet article est la certification du fonds par un label indépendant. Les effets positifs d'une labellisation sur les consommateurs sont documentés dans le cas du café issu du commerce équitable (Loureiro et Lotade, 2005) et de la nourriture en général (Sirieix *et al.*, 2013). Dans le contexte du marché de l'ISR français, Hobeika *et al.* (2013) ont montré que le rôle structurant des labels reste encore en devenir, mais étant donné sa position centrale au sein du marché ISR français, le « label ISR Novethic » est employé dans notre étude. Nous attendons que les fonds ayant reçu un label ISR Novethic sont davantage recommandés.

La deuxième variable qui peut influencer le conseil est représentée par les caractéristiques des conseillers eux-mêmes, et plus précisément, leur formation en matière ISR, leurs croyances en la performance des fonds ISR, et leurs valeurs ESG personnelles. Schrader (2006) montre que les conseillers allemands adoptent un rôle passif et ont de faibles connaissances en matière de fonds ISR. Il suggère que la formation des conseillers en matière d'ISR est un levier pour encourager le conseil des fonds ISR. Plus les connaissances d'un conseiller en matière d'ISR sont approfondies, plus il a tendance à recommander les fonds ISR.

La croyance en la performance financière des fonds ISR peut aussi être importante

pour le conseil. Il est important de rappeler le devoir fiduciaire que les conseillers ont vis-à-vis de leurs clients. En effet, s'ils pensent que considérer des critères extra-financiers désavantage la performance financière des fonds, ils peuvent être contraints par leur devoir fiduciaire à ne pas mettre en avant les fonds ISR. D'un point de vue académique, comme le font remarquer Bauer *et al.* (2006), les preuves d'une meilleure ou plus faible performance de l'ISR sont spécifiques à des échantillons donnés et difficilement généralisables. Néanmoins nous pensons que la croyance dans une surperformance des fonds ISR a pour conséquence une plus grande propension à recommander. Les valeurs personnelles ESG des conseillers peuvent également influencer le conseil. L'idée que la similarité des valeurs entre deux parties renforce leurs liens est présente dans différents concepts de la littérature psychologique, tels que celui de la similarité de valeurs saillantes, la similarité de préférences, ou encore de la congruence de valeurs. Cette similarité a des effets positifs sur l'investissement (Olsen, 2008), sur la prise de risque, et sur la confiance (Siegrist *et al.*, 2000). Dans cet article, nous faisons l'hypothèse que plus les valeurs ESG d'un conseiller sont proches de celles mises en avant par un fonds d'investissement, plus sa propension à recommander ce fonds sera importante.

Le troisième facteur susceptible d'influencer les recommandations des conseillers a trait aux caractéristiques des clients. Comme il est recommandé par les manuels professionnels (Spielberger, 2004), en situation de conseil, il peut être utile d'être attentif à la demande. Nous testons l'hypothèse que l'effet de l'approche ESG théma-

tique dépend de la demande exprimée par le client. Par exemple, un conseiller aura plus tendance à recommander un fonds avec des investissements ayant une note élevée en environnement à un client pour lequel il peut deviner une préférence pour les valeurs environnementales.

Variables de contrôle

D'autres facteurs peuvent influencer la recommandation des conseillers clients et, ne faisant pas l'objet de l'étude, ont été tenus stables dans les scénarios fictifs de l'enquête. L'univers d'investissement de l'ensemble des fonds était le MSCI Europe qui regroupe les actions de 16 marchés européens. Il était précisé au début de l'enquête qu'il n'y avait aucune incitation financière individuelle à recommander un fonds plutôt qu'un autre, et que le niveau de risque des fonds était similaire. Dans les descriptions des clients fictifs, diverses caractéristiques classiques, telles que le niveau de patrimoine, l'appétit pour le risque, la capacité d'épargne, ou l'horizon d'investissement, ont été maintenues constantes.

En résumé, les deux études empiriques testent trois facteurs susceptibles d'influencer les recommandations de fonds ISR chez des conseillers clients de banques de détail. Les facteurs sont les caractéristiques des fonds, les caractéristiques personnelles des conseillers clients, et les caractéristiques des clients.

Participants

Les participants étaient 37 conseillers clients (23 femmes, 13 hommes), de deux banques françaises, âgés en moyenne de 36 ans (SD = 8,5). Le plus âgé des participants avait 59 ans, le plus jeune 22. Parmi les participants, 34 avaient un diplôme

de l'enseignement supérieur (bac+2 ou plus), deux un baccalauréat, et un avait un diplôme professionnel. Vingt-deux autres participants ont été exclus de l'analyse parce qu'ils n'ont pas terminé le questionnaire, la plupart d'entre eux (82 %) ont quitté la page après moins de 2 minutes passées sur le site du questionnaire.

Alors que 51 % des conseillers interviennent auprès du grand public, 46 % s'occupent du patrimoine et 3 % du secteur agricole. Le potentiel de développement de l'ISR se révèle dans l'estimation des clients potentiels. Alors que les conseillers estiment que seulement 13 % de leurs clients détiennent de l'ISR à hauteur moyenne de 14 % de leur portefeuille, ils estiment la part de clients intéressés à 30 %.

La participation à l'étude a été encouragée par les supérieurs des participants et par la possibilité d'être tiré au sort pour gagner un lot de 500 euros. Il a été précisé aux conseillers que l'identification pour la participation optionnelle au jeu-concours est indépendante de l'analyse des réponses par les chercheurs qui est réalisée en conservant l'anonymat. La condition pour participer au jeu-concours était d'avoir complété un questionnaire en ligne contenant les deux études.

I – ÉTUDES EMPIRIQUES

1. Étude A

Méthode

Dans cette étude les conseillers étaient invités à considérer une série de 20 fonds fictifs. Après avoir lu la vignette décrivant un fonds (cf. exemple tableau 1), les conseillers devaient indiquer leur propension à le recommander sur une échelle allant de « 1. Pas du tout » à « 7. Tout à fait ». Les vignettes contenaient de l'information sur la performance financière (inférieure, identique ou supérieure au MSCI), les notations ESG (5/5/5 sur les dimensions E, S, et G, respectivement, 7/7/7, 9/4/4, 4/9/4, ou 4/4/9), et le label ISR Novethic (*label* ou *sans label*). Le tableau 2 résume, pour chaque fond identifié par son numéro, les combinaisons de variables retenues.

Chaque dimension ESG a été illustrée. À titre d'exemple : « la note « Environnement » évalue la performance environnementale. Les critères sont par exemple la gestion des pollutions (atmosphériques, du sol et des eaux), la maîtrise des consommations (eau, métaux rares, énergie, etc.) ou l'innovation environnementale (développement des énergies renouvelables telles que

Tableau 1 – Exemple d'une vignette utilisée dans l'étude A

Europe Actions	
Performance sur 5 ans	Inférieure au MSCI
Performance sur 1 an	Identique au MSCI
Notation environnement/ social/gouvernance	Notes 7/7/7
Label ISR Novethic	Non

Tableau 2 – Combinaisons de modalités des trois variables (performance financière, notation ESG et label ISR Novethic) jugées par les conseillers

		Notation ESG				
		5/5/5	7/7/7	9/4/4	4/9/4	4/4/9
Performance financière	Inférieure	1 (SL)	2 (L) 3 (SL)	4 (L) 5 (SL)	6 (L) 7 (SL)	8 (L) 9 (SL)
	Identique	10 (SL)	11 (L) 12 (SL)	13 (L) 14 (SL)	15 (L) 16 (SL)	17 (L) 18 (SL)
	Supérieure	19 (SL)	20 (SL)			

Note : L : label, SL : sans label.

les panneaux photovoltaïques) ». Il a été précisé que la note ESG moyenne des entreprises du MSCI Europe était de 5 sur 10. Afin de connaître l'impact des caractéristiques personnelles sur les recommandations, nous avons mesuré les caractéristiques personnelles suivantes : éducation (diplôme professionnel, baccalauréat, bac +2, licence, master, autres études) ; marché sur lequel intervient le conseiller (grand public, grand public et patrimoine, agriculteurs) ; niveau de connaissance de l'ISR (échelle en 7 points) ; et croyance sur la performance des fonds ISR dans 1, 10 et 30 ans (échelle en 5 points avec un ancre gauche de « performance inférieure » et un ancre droite de « performance supérieure » au fonds classiques)². Afin d'éviter un éventuel effet « framing » dû à l'utilisation de termes liés à l'ISR, ces mesures ont été prises après que les conseillers se sont prononcés sur leurs recommandations.

Analyse de données en panel

Nous avons conduit une analyse de données en panel afin de tester les effets des caractéristiques personnelles (âge, genre, niveau d'études, marché du conseiller, connaissance ISR, croyance sur la performance ISR) et des caractéristiques du fonds (label, performance financière, approche ESG) sur les recommandations des conseillers clients. Les scores bruts des mesures quantitatives ont été utilisés dans les analyses. Les variables qualitatives ont été transformées en variables indicatrices prenant la valeur 0 ou 1. La modalité de référence (correspondant au 0) de la variable label était « sans label », de la variable performance financière « la performance identique au MSCI », et de la variable approche ESG « l'approche générale 7/7/7 ». L'index des effets fixés du modèle correspond aux 20 types des fonds recommandés par les conseillers. Dans une posture exploratoire nous avons également introduit les

2. Dans l'ensemble, les conseillers pensent que l'ISR a une performance inférieure aux investissements classiques à court terme (1 an : M = 2,2, SD = 1,7 ; t(54) = 5,43, p < 0,001), mais que ce n'est pas le cas pour des horizons d'investissement plus longs (10 ans : M = 2,8 SD = 1,3, ns.).

interactions entre les variables indicatrices Label * Approche environnement, Label * Approche social, Performance supérieure * Aucune approche ESG, Performance inférieure * Approche environnement, Performance inférieure * Approche sociale, Performance inférieure * Approche gouvernance.

Compte tenu de notre hypothèse que les caractéristiques personnelles des conseillers influencent leur recommandation, nous avons choisi d'abord un modèle à effets aléatoires qui permet d'inclure des variables invariantes dans le temps (Greene, 2008). Nous avons ensuite conduit un test de Hausman (*ibid.*) qui permet d'aider à la décision entre un modèle à effets fixes ou aléatoires en testant l'hypothèse nulle que les erreurs ne sont pas corrélées avec les variables explicatives (modèle aléatoire). Compte tenu du résultat positif ($p < 0,001$), un second modèle à effets fixes a été estimé

dans lequel les caractéristiques personnelles sont absorbées par la constante. Les résultats sont affichés dans le tableau 3. Les mesures du R^2 et du R^2 ajustés indiquent que le modèle explique une part non négligeable de la variance des recommandations. L'hypothèse d'homoscédasticité n'est pas rejetée comme indiqué par un Breusch-Pagan test non significatif.

La présence du label ISR Novéthic influence les recommandations : toute chose égale par ailleurs, un fonds avec label est davantage recommandé. Le type d'approche ESG que déploie un fonds est également pris en compte par les recommandations des conseillers. Comparés à un fonds ayant une approche générale (notation 7/7/7), le fond à thématique gouvernance est moins recommandé, alors que le fonds sans approche ESG l'est davantage. Alors que le label a globalement un effet bénéfique, les fonds ayant pour thème l'environnement et le

Tableau 3 – Modèles de régression pour données en panel avec effets fixes

	Recommandation (plm)
ApprocheESGAucune	0,28 (0,13) *
ApprocheESGThemeG	- 1,10 (0,19) ***
LabelAvec	1,11 (0,15) ***
ApprocheEnvironnement:Label	- 0,46 (0,21) *
ApprocheSocial:Label	- 0,61 (0,21) **
R^2	0,19
R^2 ajusté	0,18
N	740

*** $p < 0,001$; ** $p < 0,01$; * $p < 0,05$.
Coefficients non significatifs omis.

social avec label sont moins recommandés que le fonds ayant une approche générale.

2. Étude B

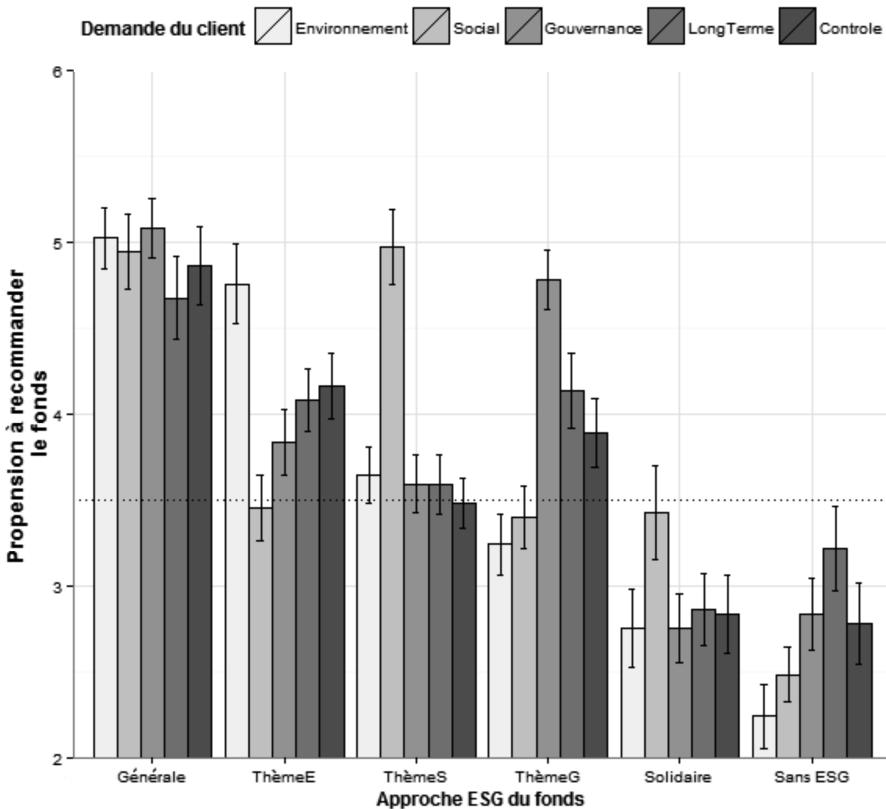
Méthode

Dans l'étude B, les conseillers ont été mis dans une situation familière, dans laquelle ils devaient donner des conseils à des investisseurs ayant hérité d'une importante somme d'argent (10 000 euros). Tous les conseillers devaient donner des conseils à cinq inves-

tisseurs fictifs présentés dans un ordre aléatoire. Les investisseurs étaient décrits dans des fiches clients. Il était indiqué, de manière indirecte, que les clients étaient concernés par des valeurs environnementales, sociales ou de gouvernance, ou avaient un horizon de long terme. Dans une condition contrôle, ces informations étaient absentes.

Pour chaque investisseur, les conseillers ont indiqué leur propension à recommander un fonds parmi les six proposés. En amont,

Figure 1 – La propension à recommander en fonction de la demande du client (E,S,G, long terme, ou sans) et de l'approche ESG du fonds (générale, thème environnement, thème social, etc.)



on indiquait aux conseillers que les fonds avaient été obtenus après une sélection préalable et présentaient des performances, un risque et univers d'investissement similaires et ne différaient que par leur stratégie d'investissement extrafinancière. La stratégie ESG des fonds était centrée sur le thème de l'environnement (notations ESG 9/4/4), du social (notations ESG 4/9/4), ou de la gouvernance (4/4/9), sur une approche générale ESG (7/7/7) ou bien conventionnelle (-/-/-). Un sixième fonds était estampillé « solidarité », un cas particulier de l'ISR français. Les participants ont répondu à la question « Dans quelle mesure recommanderiez-vous à l'investisseur d'investir dans ce fonds ? » sur une échelle de sept points avec une ancre de gauche à « 1. Pas du tout » et une ancre de droite à « 7. Tout à fait ».

Demande du client et approche ESG

Nous avons conduit une analyse de variance multivariée afin de tester les effets de l'approche du fonds, de la demande du client, et de l'interaction des deux facteurs sur la recommandation. Les résultats révèlent un effet simple de l'approche ESG du fonds sur les recommandations $F(5,1050) = 13.10$, $p < 0,001$. Des tests *post-hoc* (Tuckey HSD) montrent que l'approche ESG générale ($M = 4,92$, $SD = 1,62$) est plus recommandée que toutes les autres approches (environnement $M = 4,05$, $SD = 1,61$; social : $M = 3,86$, $SD = 1,51$; gouvernance : $M = 3,89$, $SD = 1,56$; solidaire : $M = 2,93$, $SD = 1,78$; sans ESG : $M = 2,71$, $SD = 1,67$). Les fonds thématiques sont davantage recommandés que le fonds sans ESG ou que le fonds solidaire.

L'analyse de variance multivariée a également révélé un effet d'interaction entre l'approche ESG du fonds et de la demande

du client $F(20,1050) = 2,04$, $p < 0,05$. La figure 1 illustre la nature de cette interaction, confirmée dans les tests *post-hoc*. Cet effet d'interaction est dû au fait que les conseillers recommandent davantage les fonds thématiques lorsqu'ils correspondent aux valeurs exprimées par les clients. Par exemple, le fonds ayant pour thème l'environnement, est davantage recommandé au client concerné par l'environnement qu'aux autres clients. De plus, la propension à recommander un fonds thématique au client concerné par le thème ne diffère pas de celle à recommander le fonds ayant une approche ESG générale (Tuckey HSD, non significatifs).

Valeurs ESG personnelles

Afin de voir si les conseillers qui ont de fortes préoccupations pour un thème ESG spécifique ont tendance à recommander les fonds thématiques qui mettent en avant ces valeurs, nous avons pris deux mesures des valeurs ESG personnelles.

La première mesure de valeurs ESG personnelles des conseillers clients était de type « comparaisons par paires ». Il était demandé aux conseillers de considérer qu'ils travaillaient pour un courtier bancaire et devaient arbitrer entre deux crédits à conditions financiers identiques offerts par deux banques. La différence était que les banques s'étaient vues récemment décriées dans la presse au sujet de certains comportements négatifs liés à l'environnement, à des questions sociales ou à des questions de gouvernance. Toutes les valeurs ESG, avec deux items chacune, ont été incluses résultant en 12 comparaisons.

La seconde mesure est fondée sur une question de type « rang ». Les participants devaient classer l'environnement (réduction

de la pollution, conversation de la biodiversité), le social (écart salarial, droits des travailleurs) et la gouvernance (lutte contre la corruption, transparence économique) par ordre d'importance. Cette mesure comprenait également des éléments de remplissage non reliés à la question de l'étude. Les réponses moyennes par mesure sont dans le tableau 4.

Afin de consolider la fiabilité des mesures et établir les préférences personnelles des conseillers, nous avons classifié les observations. Les conseillers avec un score plus élevé pour l'environnement, que pour le social et la gouvernance, dans les deux mesures étaient catégorisés « Conseiller environnement » ; les conseillers avec un score plus élevé pour le social étaient catégorisés « Conseiller social » ; les conseillers avec un score plus élevé pour la gouvernance étaient catégorisés « Conseiller gouvernance » ; les conseillers dont le score le plus élevé n'était pas de la même thématique dans les deux mesures étaient catégorisés « Conseiller sans préférence ».

Valeurs ESG personnelles et approche ESG du fonds

Nous avons conduit une analyse de données en panel afin de tester les effets des valeurs ESG personnelles, et des caractéristiques du fonds sur les recommandations des conseillers clients. Compte tenu de notre hypothèse que la préférence person-

nelle pour une valeur ESG d'un conseiller influence sa recommandation trois variables indicatrices ont été créées. Une variable prend la valeur 1 lorsque le répondant est un « Conseiller environnement », sinon 0 ; une autre, la valeur 1 lorsque le répondant est un « Conseiller social », sinon 0 ; la dernière prenant la valeur 1 lorsque le répondant est un « Conseiller gouvernance », sinon 0.

Nous avons choisi un modèle pour données en panel à effets fixes qui permet de garder constante les caractéristiques personnelles telles que l'éducation, le marché sur lequel intervient le conseiller, le niveau de connaissance de l'ISR, et la croyance sur la performance des fonds ISR dans 1, 10 et 30 ans. Ces caractéristiques sont absorbées par la constante. L'index des effets fixes du modèle correspond aux 30 (cinq clients * six fonds) recommandations des conseillers. Le client contrôle est la modalité de référence. Nous avons aussi introduit les interactions entre les variables indicatrices des valeurs ESG des conseillers et l'approche ESG du fonds.

Les résultats sont résumés dans le tableau 5. Encore une fois, les mesures du R^2 et du R^2 ajustés indiquent que le modèle explique une part non négligeable de la variance des recommandations, même supérieure à celle de l'étude A. L'hypothèse d'homoscédasticité n'est pas rejetée.

Tableau 4 – Moyennes des valeurs personnelles ESG chez les conseillers clients

	Environnement	Social	Gouvernance
Paires	3,7	5,1	3,1
Rang	5,9	6,2	5,4

Tableau 5 – Résultats d’analyse de données en panel avec effets fixes, des interactions entre les variables indicatrices des valeurs ESG des conseillers et l’approche ESG du fonds

	Recommandation (panel effets fixes)
Fonds ESG générale* Conseiller environnement	1,43 (0,42) ***
Fonds environnement * Conseiller environnement	1,49 (0,42) ***
Fonds social * Conseiller environnement	0,91 (0,42) *
Fonds gouvernance * Conseiller environnement	1,04 (0,42) *
Fonds ESG générale * Conseiller social	2,18 (0,42) ***
Fonds environnement * Conseiller social	2,55 (0,42) ***
Fonds social * Conseiller social	1,55 (0,42) ***
Fonds gouvernance * Conseiller sociale	1,79 (0,42) ***
Fonds solidaire * Conseiller sociale	0,50 (0,42)
Fonds ESG générale * Conseiller gouvernance	1,96 (0,48) ***
Fonds environnement * Conseiller gouvernance	1,69 (0,48) ***
Fonds social * Conseiller gouvernance	1,11 (0,48) *
Fonds gouvernance * Conseiller gouvernance	1,51 (0,48) **
R ²	0,30
R ² ajusté	0,28
N	1110

*** p < 0,001 ; ** p < 0,01 ; * p < 0,05.

Les coefficients non significatifs ont été omis.

Le type de client n’a pas d’effet direct sur les recommandations. Pour aucun client, les recommandations ne sont plus ou moins élevées que pour le client contrôle. L’effet du type de fonds est conditionné par les trois variables indicatrices des valeurs ESG des conseillers. Nous avons construit les termes d’interaction de chaque variable indicatrice avec chaque type de fonds. L’interprétation de chaque terme est la sui-

vante : il prend la valeur 1 si les deux conditions sont remplies, eg. il s’agit d’un fonds ayant une approche ESG générale, recommandé par un conseiller ayant une préférence pour l’environnement. Dans l’ensemble, les conseillers ayant des valeurs personnelles ESG recommandent davantage le fonds généraliste et les fonds thématiques mais non pas le fonds solidaire. De plus, la comparaison individuelle des

coefficients de la régression par la méthode des contrastes a révélé que l'effet est plus fort si un conseiller social recommande un fonds social, comparé aux conseillers environnement, et gouvernance. L'effet est plus fort si des conseillers environnement recommandent des fonds généralistes ou environnement comparé aux fonds social ou gouvernance. L'effet est également plus fort si les conseillers gouvernance recommandent des fonds généralistes, environnement, ou gouvernance comparé au fonds social. Il n'y a pas de différence entre les effets chez les conseillers avec des valeurs sociales.

DISCUSSION

Cet article vise à identifier les variables affectant les recommandations des fonds ISR dans la population des conseillers clients bancaires français. Dans l'étude A, nous avons manipulé trois caractéristiques des fonds d'investissement : la performance financière, l'approche ESG, et la labellisation du fonds. Nous avons également mesuré diverses variables individuelles : le genre, l'âge, le niveau d'éducation, le public des conseillers, la connaissance de l'ISR, et l'opinion des conseillers sur la performance financière de l'ISR. En tenant compte des effets individuels, nous avons établi que les fonds ayant un label ISR Novethic sont davantage recommandés. Toutefois, les fonds avec les thèmes environnement ou social ayant un label sont moins recommandés que les fonds avec une approche générale. Enfin, les fonds avec la thématique gouvernance sont moins recommandés par les conseillers alors que les fonds classiques le sont davantage. Dans l'étude B, nous avons expérimentalement manipulé la demande du client

(fictif) pour une valeur ESG, et l'approche ESG du fonds dans un design à mesures répétées. Ainsi nous avons pu mettre en évidence le fait que les conseillers recommandent davantage les fonds thématiques qui correspondent aux valeurs exprimées par leurs clients que les autres fonds thématiques. Au point d'arriver au même niveau de recommandation que les fonds ayant une approche générale (tests *post-hoc* Tuckey HSD, non significatifs).

On peut spéculer que cette préférence pour le sur mesure peut introduire un biais cognitif. Il est probable qu'une heuristique de reconnaissance (Goldstein et Gigerenzer, 2002) puisse aboutir à un conseil basé sur une décision intuitive au détriment d'un jugement réfléchi. L'heuristique de reconnaissance est un processus cognitif selon lequel un individu fait des inférences à partir de modèles de connaissances manquantes, c'est-à-dire qu'une décision est prise sur la base de la reconnaissance d'un seul critère. Dans le cas du conseiller, la reconnaissance de la similitude entre une valeur morale d'un client et celle défendu par un fonds d'investissement pourrait interférer avec un processus de réflexion délibéré sur la recommandation à faire.

Dans la deuxième partie de l'étude B, nous avons observé que les valeurs ESG des conseillers affectent également les recommandations des conseillers. Plus précisément les conseillers ayant une préférence personnelle pour une des valeurs E, S ou G recommandent davantage le fonds généraliste et le fonds thématiques qui correspondent à leurs valeurs, mais non le fonds solidaire.

Le résultat que les valeurs personnelles influencent les recommandations, coïncide avec une série de recherches sur l'altruisme. L'altruisme est un trait de personnalité

récurrent dont la définition est l'acceptation d'un coût financier dans la poursuite d'une action morale (Bereczkei *et al.*, 2007). Dans une posture exploratoire, nous avons proposé aux conseillers de faire don à une organisation non gouvernementale (ONG) de leur gain éventuel d'un lot de 500 euros. Les participants étaient libres sur le montant à donner (de 0 à 500 euros) et la répartition entre diverses ONG.

L'analyse montre que la moitié des participants qui avait le plus donné aux ONG était plus enclin à recommander des fonds ISR de manière globale. Il s'agit pour l'instant d'un résultat exploratoire sur le rôle de l'altruisme dans la propension à recommander l'ISR qui pourra être approfondi par des recherches futures.

En termes de recommandations, la certification par un label ISR augmente la propension à conseiller un fonds. Le résultat qui montre que les conseillers ont une préférence pour l'approche ESG générale (comparée aux approches thématiques) suggère aux fonds désireux de sortir d'un marché de niche qu'il est préférable de considérer les thématiques extrafinancières dans leur globalité. Les fonds thématiques sont perçus par les conseillers comme des solutions qui répondent à des besoins particuliers, d'une clientèle ciblée. Le résultat montre que les valeurs personnelles des conseillers qui influent sur leurs recommandations pourraient être prises en compte au moment de leur recrutement, ou de leur promotion dans l'ISR.

BIBLIOGRAPHIE

- Bauer R., Derwall J., Otten R. (2006). "The Ethical Mutual Fund Performance Debate: New Evidence from Canada", *Journal of Business Ethics*, vol. 70, n° 2, p. 111-124.
- Beer J., Zenker J., Fernandes P. (2006). *Who is who in Corporate Social Responsibility Rating?*, Stuttgart, vol. 49, p. 1-166.
- Bereczkei T., Birkas B., Kerekes Z. (2007). "Public charity offer as a proximate factor of evolved reputation-building strategy: an experimental analysis of a real-life situation", *Evolution and Human Behavior*, vol. 28, n° 4, p. 277-284.
- Blanc D., Cozic A., Hobeika S. (2010). *Les Chiffres Français de l'ISR*, Paris, p. 1-34.
- Crawford B.Y.V.P., Sobel J. (1982). "Strategic Information Transmission", *Econometrica*, vol. 50, n° 6, p. 1431-1451.
- Crifo P., Mottis N. (2011). « Composition et activités des équipes d'analystes ISR : Enquête de terrain en France », *Gérer et Comprendre*, 104, juin, p. 14-25.
- Goldstein D.G. et Gigerenzer G. (2002). "Models of ecological rationality: The recognition heuristic", *Psychological Review*, vol. 109, n° 1, p. 75-90.
- Greene W.H. (2008). *Econometric analysis*, Upper Saddle River, N.J., Prentice Hall, 6th Ed., p. 639.
- Harvey N. et Fischer I. (1997). "Taking Advice: Accepting Help, Improving Judgment, and Sharing Responsibility", *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, vol. 70, n° 2.

- Hobeika S., Ponssard J., Poret S. (2013). « Le rôle stratégique d'un label dans la formation d'un marché – Le cas de l'ISR en France », *Cahiers ParisTech*, vol. 2, n° 33, p. 1-30.
- Hummels H. et Timmer, D. (2004). "Investors in Need of Social, Ethical, and Environmental Information", *Journal of Business Ethics*, 52, p. 73-84.
- Kahneman D. (2003). "Maps of Bounded Rationality: Psychology for Behavioral Economics", *The American Economic Review*, vol. 93, n° 5, p. 1449-1475.
- Loureiro M.L., Lotade J. (2005). "Do fair trade and eco-labels in coffee wake up the consumer conscience?", *Ecological Economics*, 53, p. 129-138.
- Marcillac M. (de) (2008). *European SRI Study*, Paris, p. 1-56.
- Nilsson J. (2009). "Segmenting socially responsible mutual fund investors: The influence of financial return and social responsibility", *International Journal of Bank Marketing*, vol. 27, n° 1, p. 5-31.
- Olsen R.A. (2008). "Trust as risk and the foundation of investment value", *Journal of Socio-Economics*, 37, p. 2189-2200.
- Pouget S. (2007). "Adaptive Traders and the Design of Financial Markets", *The Journal of Finance*, vol. 62, n° 6, p. 2835-2863.
- Schrader U. (2006). "Ignorant Advice – Customer Advisory Service for Ethical Investment Funds", *Business Strategy and the Environment*, 15, p. 200-214.
- Sirieix L., Delanchy M., Remaud H., Zepeda L., Gurviez P. (2013). "Consumers' perceptions of individual and combined sustainable food labels: a UK pilot investigation", *International Journal of Consumer Studies*, vol. 37, n° 2, p. 143-151.
- Sniezek J.A., Buckley T. (1995). "Cueing and Cognitive Conflict in Judge-Advisor Decision Making", *Organizational Behavior and Human Dec. Processes*, vol. 62, n° 2, p. 159-174.
- Sparkes R. et Cowton C.J. (2004). "The Maturing Of Socially Responsible Investment: A Review Of The Developing Link With Corporate Social Responsibility", *Journal of Business Ethics*, 52, p. 45-57.
- Spielberger C.D. (2004). *Encyclopedial of Applied Psychology*, C.D. Spielberger, Ed., Elsevier.