

L'investissement socialement responsable en Belgique

Rapport 2005



L'investissement socialement responsable en Belgique

Rapport 2005

Etude réalisée pour le compte du Ministère de la Communauté française de Belgique.

Alexandra Demoustiez
Françoise Radermacher
Chargées de recherche et d'études
Centre de recherche et d'innovation en finance éthique et solidaire
RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF
Avenue Cardinal Mercier 53 - 5000 Namur
Tél. :(081) 71 15 71 - Fax : (081) 74 27 71
www.rfa.be
alexandra.demoustiez@rfa.be
francoise.radermacher@rfa.be

"Investors [and] leaders of the financial community are essential to our ability to slow down climate change and mitigate its worst effects. [Investors] are accustomed to thinking big, and thinking long term. Those are exactly the skills we need to address one of the greatest challenges of this century."

Kofi Annan, Secrétaire général des Nations Unies
Message vidéo lors de
l'Institutional Investors' Summit on Climate Risk
– mai 2005.

Table des matières

Remerciements	7
Introduction	8
Méthodologie	9
PARTIE I : MARCHÉ DE L'ISR	11
Introduction	11
1. Investissement Socialement Responsable en Belgique : terminologie ...	12
1.1. Terminologie	12
1.2. Evolution de la terminologie	16
1.3. Sélection des valeurs socialement responsables	17
1.4. Eléments clés	19
2. Offre ISR	20
2.1. Evolution de l'offre globale	20
2.2. Offre détaillée	22
2.3. Eléments clés	26
3. Encours ISR	27
3.1. Evolution de l'encours global	27
3.2. Evolution des fonds	29
3.3. Evolution des comptes d'épargne	30
3.4. Eléments clés	31
4. Offre ISR globale en termes de parts de marché	32
4.1. Parts de marché des fonds	32
4.2. Parts de marché des comptes d'épargne	33
4.3. Eléments clés	34
5. Leaders du marché	35
5.1. Leaders du marché par catégorie de produits ISR	35
5.2. Eléments clés	37
PARTIE II : INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS FACE A L'ISR	38
Introduction	38
6. Investisseurs institutionnels belges	40
6.1. Identification	40
6.2. Eléments clés – catégorisation	43

7.	Investisseurs institutionnels belges et ISR : volumes	44
7.1.	Offre de fonds ISR institutionnels	44
7.2.	Volumes de l'ISR auprès des investisseurs institutionnels belges.	47
7.3.	ISR par catégorie d'investisseurs institutionnels	49
7.4.	Eléments clés	56
8.	Attitude des investisseurs institutionnels belges face à l'ISR	58
8.1.	Intérêt des investisseurs institutionnels belges pour l'ISR	58
8.2.	Freins et motivations des investisseurs institutionnels belges face à l'ISR	61
8.3.	Types d'investissements privilégiés par les investisseurs institutionnels belges en matière d'ISR	65
8.4.	Eléments clés	68
9.	Outils ISR à la disposition des investisseurs institutionnels belges	69
9.1.	Approches ISR privilégiées par les investisseurs institutionnels belges	69
9.2.	Pertinence de l'analyse extra financière	74
9.3.	ISR institutionnel et performance	81
9.4.	Impact sur la construction du portefeuille institutionnel	85
9.5.	Activisme actionnarial	87
9.6.	Eléments clés	91
10.	Cadre législatif	93
10.1.	Cadre légal de l'ISR	93
10.2.	Eléments clés	96
11.	Perspectives	97
11.1.	Evolution de l'ISR auprès des institutionnels belges	97
11.2.	Approches ISR privilégiées par les institutionnels belges	99
11.3.	Eléments clés	101
	Conclusions et recommandations	102
	Glossaire	108
	Bibliographie	113

Liste des figures

PARTIE I

- Figure 1 Evolution en nombre de l'offre ISR globale
Figure 2 Offre détaillée des OPCVM (fonds)
Figure 3 Offre détaillée des comptes d'épargne (CE)
Figure 4 Offre détaillée des autres formules d'épargne
Figure 5 Evolution de l'encours ISR global (en euros)
Figure 6 Développement de l'encours des OPCVM ISR vs l'ensemble des OPCVM (en euros)
Figure 7 Croissance des fonds ISR vs l'ensemble des fonds
Figure 8 Développement de l'encours des CE ISR vs l'ensemble des CE (en euros)
Figure 9 Croissance des CE ISR vs l'ensemble des CE
Figure 10 Part de marché des OPCVM ISR vs total des OPCVM
Figure 11 Part de marché des CE ISR vs total CE
Figure 12 Leaders du marché des fonds ISR selon le volume des encours, au 31/03/2005
Figure 13 Leaders du marché des CE ISR selon le volume des encours, au 31/03/2005
Figure 14 Leaders du marché IES selon le volume des encours, au 31/03/2005

PARTIE II

- Figure 15 Evolution du nombre de fonds ISR en Belgique
Figure 16 Evolution des fonds ISR par classes d'actifs
Figure 17 Fonds d'assurances ISR en Belgique
Figure 18 Attitude des investisseurs institutionnels belges face à la responsabilité sociale
Figure 19 ISR institutionnel belge : encours réduits ou globaux
Figure 20 Outils d'information recherchés par les institutionnels belges
Figure 21 Motivations des investisseurs institutionnels belges face à l'ISR
Figure 22 Freins des investisseurs institutionnels belges face à l'ISR
Figure 23 Véhicules d'ISR privilégiés par les institutionnels belges
Figure 24 ISR des institutionnels par classes d'actifs
Figure 25 ISR des institutionnels par classes d'actifs - détails
Figure 26 Approches ISR utilisées par les investisseurs institutionnels belges
Figure 27 Domaines d'intervention des investisseurs institutionnels belges en ISR
Figure 28 Top 10 des aspects de la responsabilité sociale prioritaires pour les investisseurs institutionnels belges

- Figure 29 Importance de la transparence de la gestion ISR selon les investisseurs institutionnels belges
- Figure 30 Préférences des investisseurs institutionnels belges : analyse interne ou externe des valeurs éthiques
- Figure 31 Sentiment des institutionnels face à la qualité de l'information extra financière
- Figure 32 Besoins d'informations pour l'évaluation de la qualité des informations extra financières
- Figure 33 Indice de satisfaction de la performance des fonds ISR dans le chef des institutionnels belges
- Figure 34 Prise en compte de la rentabilité dans la décision d'ISR des institutionnels belges
- Figure 35 Choix du benchmark par les institutionnels belges
- Figure 36 Evolution de l'ISR auprès des investisseurs institutionnels dans les prochaines années
- Figure 37 Evolution des performances des fonds ISR à long terme
- Figure 38 Type(s) de filtrage privilégié(s) à l'avenir par les institutionnels belges

REMERCIEMENTS

Le présent rapport ISR 2005 n'aurait pu voir le jour sans la contribution de nombreux professionnels du monde de la finance belge.

Merci à la BNB (Banque Nationale de Belgique), à la CBFA (Commission bancaire, financière et d'assurances) et Febelfin (Fédération financière belge) pour leur apport à la définition du concept d'investisseur institutionnel.

Nous n'oublions pas l'assistance d'Olivier Noël, étudiant stagiaire en dernière année d'ingénierat d'administration à l'ULg qui a, entre autres, patiemment cherché et vérifié les adresses des destinataires de l'enquête et procédé au dépouillement des premières réponses.

Nous sommes reconnaissantes envers tous ceux et toutes celles qui ont accueilli favorablement l'idée même de notre projet et qui ont accepté de consacrer quelques minutes de leur temps, malgré les agendas chargés, pour répondre à notre enquête. Ils ont ainsi apporté la matière première indispensable à l'analyse de marché à laquelle nous nous sommes attachée dans le présent rapport.

Nous remercions la BeAMA (Belgian Asset Managers Association) et l'ABFP (Association Belge des Fonds de Pension) qui ont diffusé l'enquête auprès de leurs membres.

Nos remerciements s'adressent particulièrement à tous les professionnels qui nous ont accordé un entretien et, par là, apporté un éclairage plus approfondi et plus informel qu'une enquête, plus aride, ne permet pas. Que ceux que nous n'avons pas pu joindre parce que nos agendas respectifs ne l'ont pas permis se rassurent : nous continuerons à suivre le marché de l'ISR auprès des investisseurs institutionnels de sorte que de nouvelles possibilités de rencontre s'offriront à nous à l'avenir.

Nous exprimons enfin notre respect profond et notre gratitude sincère au professeur Eric De Keuleneer qui a accompagné chaque étape de ce travail, pour sa disponibilité, pour sa lecture toujours constructive et pour l'intérêt réel qu'il porte en la matière.

INTRODUCTION

Les notions de 'développement durable', de 'responsabilité sociale et environnementale', de 'préoccupation citoyenne' reçoivent un écho de plus en plus favorable auprès de l'ensemble de la société. Citoyens, pouvoirs publics, gestionnaires de fonds, dirigeants d'entreprises, ... prennent progressivement conscience de ce que chacun, selon ses compétences et moyens, peut œuvrer pour une société plus équitable et plus humaine.

L'un des moyens pour y arriver est incontestablement l'Investissement Socialement Responsable (ISR) - terme qui qualifie toute forme d'investissement qui ne répond pas uniquement à des critères financiers mais également à des préoccupations sociales, éthiques et environnementales.

Le concept d'ISR a fortement évolué depuis son apparition, en 1920, aux Etats-Unis : si au départ, il s'agissait d'éviter l'investissement des capitaux dans les secteurs 'du péché' (tabac, alcool, jeux de hasard), aujourd'hui l'ISR s'est largement complexifié dans ses méthodes de filtrage, dans ses critères extra financiers d'analyse des entreprises, dans ses labels de qualité.

Au travers de ce rapport, le RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF poursuit l'objectif de donner, chaque année, une photographie aussi fidèle que possible du marché de l'investissement socialement responsable (ISR) en Belgique.

Pour sa seconde édition, le rapport ISR 2005 se concentre sur l'analyse d'un des acteurs clés dans le développement futur de l'ISR: les investisseurs institutionnels.

Le rapport se divise en deux parties: la première a vocation de donner un aperçu chiffré du marché ISR belge, retail et institutionnel confondus ; la seconde, pour sa part, analyse en profondeur l'attitude des investisseurs institutionnels face à l'ISR.

Notons enfin que, pour faciliter la lecture, chaque chapitre présente, en son début, les objectifs qu'il poursuit et propose, en conclusion, les éléments clés qui reprennent les points essentiels à retenir et qui nourrissent la réflexion et l'analyse.

METHODOLOGIE

Les concepts d'investissement socialement responsable et d'investisseur institutionnel sont deux notions floues, pour lesquelles il n'existe pas de définition exhaustive, officielle et reconnue par tous. Or, le présent rapport ambitionne de fournir des résultats concrets et tangibles. Il nous semble dès lors essentiel de définir d'abord ces deux éléments. Ainsi, une fois le cadre de travail clairement défini, nous pourrons travailler sur des données pratiques, relevantes et pertinentes.

Pour que cette étude soit l'exact reflet du marché, le RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF a élaboré une enquête comprenant 28 questions fermées concernant l'expérience des institutionnels en matière d'ISR, leurs motivations, les outils de gestion et les approches privilégiées, les performances de l'ISR et les perspectives de ce marché en Belgique. Avant sa diffusion, le questionnaire a été soumis à l'avis critique de professionnels de la finance et de l'ISR afin d'assurer sa pertinence et sa consistance.

Cette enquête a été mise en ligne, en février 2005, en français et en néerlandais, sur un site Internet créé à cet effet : www.sripoll.be. Un courriel a ensuite été envoyé aux gestionnaires de fonds et aux directeurs financiers des investisseurs institutionnels belges leur demandant de bien vouloir y répondre.

En utilisant un site web plutôt que le support papier, le RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF voulait atteindre un double objectif :

- Éviter l'utilisation intempestive du papier (le questionnaire de 10 pages a été envoyé par courriel à plus de 1000 personnes ou organisations – fonds de pension, compagnies d'assurance, asset managers, fondations, congrégations religieuses, pouvoirs publics, communes, etc.).
- Favoriser la rapidité de réaction des répondants (en remplaçant les manipulations intempestives d'enveloppes, papier et stylos à billes par un simple 'clic').

La base de données dont dispose le RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF, n'étant pas suffisante, nous avons cherché les renseignements sur Internet et téléphoné aux fédérations et associations relevantes pour leur demander de transmettre notre message à leurs membres. En effet, en raison de la loi sur la protection des données, très peu d'entre elles nous ont permis un accès direct à leur liste de membres.

Ensuite, le RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF a interrogé une dizaine d'investisseurs institutionnels belges parmi les plus importants. Ces entretiens ont été menés entre le 11 avril et le 27 mai 2005.

En tout, notre enquête reflète l'avis d'une cinquantaine d'institutionnels belges issus de fonds de pension, compagnies d'assurance, pouvoirs publics, communes, congrégations religieuses, fondations, ONG. En outre, les asset managers les plus importants du marché belge ont été pris en considération pour la présente étude car la nature même de leur fonction les place en bonne position pour donner une estimation crédible du marché.

Enfin, pour décrire les caractéristiques du marché de l'ISR belge et de son évolution, nous nous sommes intéressés à différentes études similaires telles que celles d'Ellipson¹ , Eurosif² , Université de Nyenrode³ ainsi que des travaux de recherche préalables du RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF⁴.

¹ ELLIPSON – Socially Responsible Investment by Pension Funds - février 2001.

² EUROSIF – *Pension programme, Socially Responsible Investment* - toolkit 2004-2005.

EUROSIF – Socially Responsible Investment among European institutional Investors - 2003 report.

³ UNIVERSITEIT NYENRODE, Prof. Dr. HUMMELS H., TIMMER, D, Vereniging van Beleggingsanalisten – Tussen Meerwaarde en Moraal, de ontwikkeling van duurzaam beleggen binnen de Nederlandse Pensioenfondsen – 2003.

⁴ RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF, BAYOT Bernard, DEMOUSTIEZ Alexandra – *L'investissement socialement responsable en Belgique – rapport 2004* - juin 2004.

PARTIE I : MARCHE DE L'ISR

Introduction

La première partie du Rapport ISR 2005 a vocation de donner un aperçu chiffré du marché ISR belge, retail et institutionnel confondus.

Pour caractériser le marché ISR belge, nous nous sommes intéressés:

- au nombre de produits ISR disponibles, leur croissance et caractéristiques ;
- à l'évolution des capitaux placés dans les fonds (OPCVM), sur les comptes d'épargne et comptes à termes et dans les autres initiatives d'épargne répondant aux critères de l'ISR ;
- à l'évolution de la part de marché que représentent les produits financiers ISR vs l'ensemble des produits financiers ;
- à l'importance des différents intermédiaires financiers sur le marché ISR.

Les données chiffrées proviennent des intermédiaires financiers, de l'Association Belge des Asset Managers (BEAMA) et de la Banque Nationale de Belgique (BNB). Elles correspondent à la situation au 31/03/2005 et sont mises en comparaison avec celles qui prévalaient au 31/12/2003.

Abréviations ou terminologies usitées

CE : compte d'épargne (ou carnet de dépôts)

Encours : actif net total

FCP : fonds commun de placement

Fonds : OPCVM (organisme de placements collectifs à valeurs mobilières)

ISR : investissement socialement responsable

IES : investissement éthique et solidaire

1. Investissement socialement responsable en Belgique : terminologie

Objectif : définir l'investissement socialement responsable (ISR) et rapporter l'évolution de ce concept.

1.1. Terminologie

Au sens large, l'ISR se définit comme toute forme d'investissement qui ne répond pas uniquement à des critères financiers mais également à des préoccupations sociales, éthiques et environnementales.

Il existe 4 grandes formes d'investissement qui peuvent se combiner selon les cas:

Placement éthique (ou socialement responsable ou durable)	Placement avec partage solidaire	Investissement éthique & solidaire (ou capital solidaire)	Activisme actionnarial
Consiste à placer son épargne dans des entreprises ou Etats, qui au-delà de critères financiers traditionnels, respectent des valeurs sociales et environnementales précises. La sélection des entreprises ou Etats se fait selon des critères d'exclusion ou des critères positifs.	Consiste à partager une partie des bénéfices dégagés par le placement de l'épargne à des associations et/ou des projets à plus-value sociale. En d'autres termes, une partie des bénéfices générés par le placement est redistribuée sous forme de dons à des associations.	Consiste à investir son épargne dans des organisations ou entreprises non cotées en bourse et appartenant au secteur de l'économie sociale. Un investissement sera considéré comme solidaire si, au minimum 50% de l'encours du produit est placé dans l'économie sociale.	Consiste à exercer son pouvoir d'actionnaire, par le biais de son droit de vote aux assemblées générales des entreprises. L'actionnaire actif tentera par ce moyen d'améliorer le comportement éthique, social et/ou environnemental de l'entreprise dont il est actionnaire.

Placement éthique (ou socialement responsable ou durable)

Consiste à placer son épargne dans des entreprises ou Etats et qui, au-delà de critères financiers traditionnels, respectent des valeurs sociales et environnementales précises.

L'éthique du placement peut se traduire donc par une sélection qualitative d'entreprises ou Etats socialement responsables dans lequel l'épargnant ou l'investisseur accepte de placer son épargne.

La sélection des entreprises ou Etats se fait soit par des organismes spécialisés indépendants, soit par une cellule de recherche interne au promoteur du produit, sur base de critères d'exclusion ou de critères positifs.

Aujourd'hui les placements éthiques se classent en quatre générations à l'exigence éthique croissante :

- Les fonds de *première génération* se basent exclusivement sur des critères d'exclusion (ou critères négatifs). Selon cette approche, appelée approche négative, les gestionnaires de ces fonds excluent de leur univers d'investissement des entreprises impliquées dans certains secteurs d'activités ou produits et services.
L'exclusion sera soit globale, exclusion de l'entièreté du secteur d'activité ou exclusion géographique, soit nuancée, par exemple, exclusion des entreprises dont plus de 10% du chiffre d'affaires proviennent de la vente d'armes, exclusion de l'entreprise si elle pratique des tests sur les animaux à des fins non médicales, etc.
- Les fonds de *seconde génération* incluent dans la sélection des entreprises une série de critères positifs spécifiques à un secteur ou un thème. Ces fonds investissent leurs capitaux au sein d'entreprises performantes dans un aspect bien précis de la gestion socialement responsable tel que, par exemple, l'implémentation d'une politique sociale adéquate ou la mise en place de processus de production plus écologiquement responsables. Pour ces fonds, les entreprises sont donc analysées seulement selon un ou plusieurs aspects d'une gestion socialement responsable ("sustainable entrepreneurship").
- Les fonds de *troisième génération* se basent, quant à eux, sur un ensemble de critères très large reprenant tous les aspects d'une gestion socialement responsable. Ces fonds investissent donc au sein d'entreprises qui essayent d'appliquer une stratégie socialement responsable ou durable ("sustainable") à différents niveaux : social, environnemental et économique (approche des trois P pour People, Planet et Profit).
- Les fonds de *quatrième génération*⁵ sont des fonds de troisième génération dont la plus-value réside dans la qualité et la méthode d'évaluation utilisée pour sélectionner les entreprises. L'évaluation des

⁵ La distinction entre la troisième et quatrième génération des fonds n'est pas aisément identifiable ni considérée comme acquis par l'ensemble du secteur en Belgique ce qui implique que les fonds de 4^{ème} génération sont souvent regroupés avec ceux de troisième génération.

entreprises doit impérativement tenir compte d'une consultation des différentes *parties prenantes* ("stakeholders") de l'entreprise. On parlera ici d'une approche "multi-stakeholders".

Placement avec partage solidaire

Consiste à partager une partie des bénéfices dégagés par le placement de l'épargne au profit d'associations ou de projets à plus-values sociales. C'est à dire qu'une partie du fruit du placement est redistribuée sous forme de dons à des associations.

Le mécanisme de solidarité porte non pas en amont sur le capital placé mais en aval sur la redistribution d'une partie des bénéfices éventuels engendrés par le placement du capital. Un placement avec partage solidaire place donc son capital selon les critères financiers traditionnels au sein d'entreprises cotées en bourse, d'institutions nationales ou d'Etats mais redistribue (partage) une partie des bénéfices potentiels engendrés par le placement du capital à des associations ou projets à plus-values sociales.

L'acte "socialement responsable" se situe donc dans le partage des bénéfices générés.

Le principe de partage (redistribution d'une partie des bénéfices) n'implique pas forcément dans le chef de l'épargnant un rendement moindre. Tout dépend du mécanisme de partage solidaire en vigueur.

Actuellement sur le marché belge, trois mécanismes de solidarité prévalent :

- Soit le promoteur (banque, assurance, société de gestion) seul cède une partie des bénéfices réalisés sur le produit (partage des frais d'entrée ou de gestion, montant forfaitaire...) au profit de l'association.
- Soit l'épargnant seul cède une partie de ses gains (intérêts ou dividendes) au profit de l'association.
- Soit à la fois le promoteur et l'épargnant partagent tous deux une partie des gains engendrés au profit de l'association.

Investissement éthique & solidaire (IES)

Consiste à investir son épargne dans des organisations ou entreprises non cotées en bourse et appartenant au secteur de l'économie sociale. Un investissement sera considéré comme solidaire si au minimum 50% de son encours total est placé selon ces principes.

En Belgique, certaines formules d'investissement éthiques et solidaires permettent d'investir 100% de son capital dans des intermédiaires financiers solidaires.

Activisme actionnarial ("shareholder activism")

Consiste à exercer son pouvoir d'actionnaire, par le biais de son droit de vote, aux assemblées générales des entreprises afin d'améliorer le comportement éthique, social et/ou écologique de l'entreprise dont on est actionnaire, en favorisant le dialogue avec les dirigeants, en exerçant des pressions, en

soutenant une gestion responsable, en proposant et en soumettant au vote des assemblées générales annuelles des préoccupations sociétales...

L'activisme actionnarial est donc un moyen complémentaire mis à la disposition de tout investisseur en vue de contribuer au développement durable de la société.

Responsabilité sociale des entreprises (RSE)

L'investissement socialement responsable s'inscrit dans un contexte plus large, celui de la responsabilité sociale des entreprises (RSE).

Comme le relève la Commission européenne dans son livre vert de juillet 2002, "la plupart des définitions de la responsabilité sociale des entreprises décrivent ce concept comme l'intégration volontaire des préoccupations sociales et écologiques des entreprises à leurs activités commerciales et leurs relations avec leurs parties prenantes. Être socialement responsable signifie non seulement satisfaire pleinement aux obligations juridiques applicables, mais aussi aller au-delà et investir "davantage" dans le capital humain, l'environnement et les relations avec les parties prenantes".

Finance éthique et solidaire (FES)

L'ISR s'inscrit par ailleurs dans un autre contexte qui l'englobe, celui de la finance éthique et solidaire.

Finance qui entend traiter l'argent et ses multiples facettes (épargne, investissement, crédit, gestion d'un compte,..) non plus sous un angle de stricte rentabilité économique mais en y adjoignant des considérations d'éthique et de solidarité.

L'éthique peut être définie comme un ensemble de règles morales et de conduite qui vont guider notre comportement professionnel et/ou personnel tandis que la solidarité est un principe qui se caractérise par le fait d'avoir conscience d'une responsabilité et d'intérêts communs qui entraîne pour les uns l'obligation morale de porter assistance aux autres.

Développement Durable (DD)

La Commission mondiale de 1986 sur l'environnement et le développement durable (Commission Brundtland) a défini le développement durable comme un "développement qui répond aux besoins du présent sans compromettre la possibilité pour les générations futures de satisfaire les leurs". Plus précisément, elle a déclaré que: "le développement durable (...) est un processus d'évolution durant laquelle l'exploitation des ressources, l'orientation des investissements, l'avancement du développement technologique et les transformations institutionnelles sont conformes à nos besoins aussi bien futurs que présents".

1.2. Evolution de la terminologie

A ce jour, en l'absence de cadre juridique délimitant le concept d'investissement socialement responsable, chaque institution financière, association ou fédération est libre d'en établir une définition propre. Nous vous avons proposé celle du RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF mais d'autres professionnels s'y sont également attelés tels que le Belsif ou encore les asset managers les plus importants.

Par ailleurs, nous constatons une adaptation de la terminologie ISR. Tout d'abord, le terme 'éthique' est généralement exclu des définitions que les institutions financières et leurs fédérations donnent de l'ISR. En effet, la notion d'éthique est très relative car liée à des facteurs culturels, moraux ou religieux. Dès lors, nous avons observé que les institutions financières préfèrent généralement le passer sous silence ou le remplacer par le terme 'culturel' (sic).

Ensuite, depuis ce début d'année, le marché parle davantage d'investissement socialement responsable *et durable (ISRD)*⁶. L'ajout récent de ce dernier qualificatif traduit l'évolution du concept dans les pays anglo-saxons, où l'on parle de plus en plus de 'socially responsible and sustainable investment' (SRSI).

Ces éléments démontrent, d'abord, que l'ISR évolue constamment au niveau européen et en Belgique en particulier mais aussi que les professionnels se sentent suffisamment concernés par cette problématique pour vouloir participer à en définir le cadre.

⁶ <http://www.belsif.be/default.aspx?ref=ABAC&lang=FR>
<http://www.beama.be>

1.3. Sélection des valeurs socialement responsables

Le rôle des agences de notation extra financière

Dans l'univers des agences d'évaluation de la responsabilité sociale, il existe deux acteurs : d'une part, les agences de notation qui fournissent aux gestionnaires de fonds une évaluation de la responsabilité sociale des entreprises et, d'autre part, les agences de sélection qui offrent un registre d'investissement. Dans la suite du rapport, nous utiliserons indifféremment le terme 'agence de notation' pour désigner l'ensemble de ces opérateurs.

En Belgique, on peut se référer à plusieurs sources pour l'examen des critères extra financiers : des agences externes comme Ethibel – Stock at Stake et des départements internes propres, développés par certains promoteurs de produits socialement responsables (banques et gestionnaires de fonds).

« Cependant, même si un canevas commun existe, chacun de ces organismes applique une méthode de sélection qui lui est propre. Leurs natures, les méthodologies utilisées, les critères retenus, les services offerts, les politiques de contrôle, de suivi et de transparence varient d'un organisme à un autre et interviennent bien entendu dans le degré éthique (ou socialement responsable ou durable) d'un produit par rapport à un autre⁷ ».

Les types de filtrage

Pour définir son univers d'investissement socialement responsable, l'institutionnel ou l'agence de notation avec laquelle il collabore peut recourir au filtrage positif, au filtrage négatif ou à leur combinaison :

- le filtrage négatif : exclusion des entreprises et/ou des secteurs dont les activités et/ou les produits et services sont en opposition avec le développement durable.
- le filtrage positif : sélection des entreprises considérées, dans leur secteur d'activités, comme 'best in class' en termes de critères économiques, sociaux, environnementaux et éthiques.
- le filtrage positif combiné au filtrage négatif : ce type de filtrage est aussi appelé 'core ISR'.

⁷ RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF, BAYOT Bernard, DEMOUSTIEZ Alexandra – *L'investissement socialement responsable en Belgique – rapport 2004* - juin 2004, page 115.

Plus le filtrage socialement responsable est strict, plus l'univers d'ISR se réduit par rapport à l'univers d'investissement traditionnel.

Sur cette base, il importe de noter qu'à ce niveau, les points de vue américain et européen sont différents. En effet, aux Etats-Unis, un fonds peut être qualifié d'éthique alors même qu'il n'y a pas de politique de filtrage positif : les critères d'exclusion ou l'activisme actionnarial suffisent. Selon les règles d'usage européennes, par contre, le filtrage négatif ne constitue pas à lui seul une condition suffisante pour considérer un investissement, et a fortiori un portefeuille, comme socialement responsable. On préférera généralement la méthode 'best in class' ou 'core business'.

Par conséquent, quatre éléments essentiels distinguent l'ISR aux Etats-Unis et en Europe :

- l'origine de l'ISR est différente puisque l'ISR a démarré outre Atlantique dans les années 1920 alors qu'il n'a débuté chez nous que dans les années 1980.
- l'ISR, poussé par les congrégations religieuses et les syndicats s'est propagé aux Etats-Unis selon un modèle 'bottom-up' ; ce qui n'est pas le cas en Europe.
- les valeurs morales ont longtemps joué un rôle majeur au niveau de l'ISR américain (c'est un moins le cas aujourd'hui);
- la définition étant généralement plus stricte chez nous, l'encours ISR y est également proportionnellement inférieur.

1.4. Eléments clés

Les professionnels s'accordent à dire que l'investissement socialement responsable doit rester un concept dynamique : une définition trop stricte figerait le concept au lieu de lui permettre de s'ajuster aux évolutions constantes du marché.

Les adaptations sémantiques démontrent l'évolution constante du concept d'ISR dans les mentalités et sur les marchés ainsi que l'intérêt que les professionnels lui portent.

Toutefois, les initiatives de quelques investisseurs institutionnels pour faire progresser ce marché s'opposent à la frilosité de la majorité des investisseurs institutionnels face à l'introduction de critères extra financiers dans un univers où prévaut le rendement financier. En effet, l'absence de définition légale offre une excuse au conservatisme : « comment peut-on savoir qui investit de manière socialement responsable alors qu'il n'existe aucune définition commune ? ».

Pour notre part, il nous semble que l'évolution sémantique n'est pas importante. Dans le présent rapport, nous désignerons sous le vocable 'ISR' ou 'fonds éthiques' les fonds de deuxième, troisième ou quatrième génération.

De même, nous continuerons aussi à utiliser de temps à autre le terme d'investissement éthique. Car, l'éthique, c'est « la science de la morale »⁸. Or morale et finance, à notre sens, ne s'opposent pas nécessairement.

⁸ Définition du Petit Robert – édition 2000.

2. Offre ISR

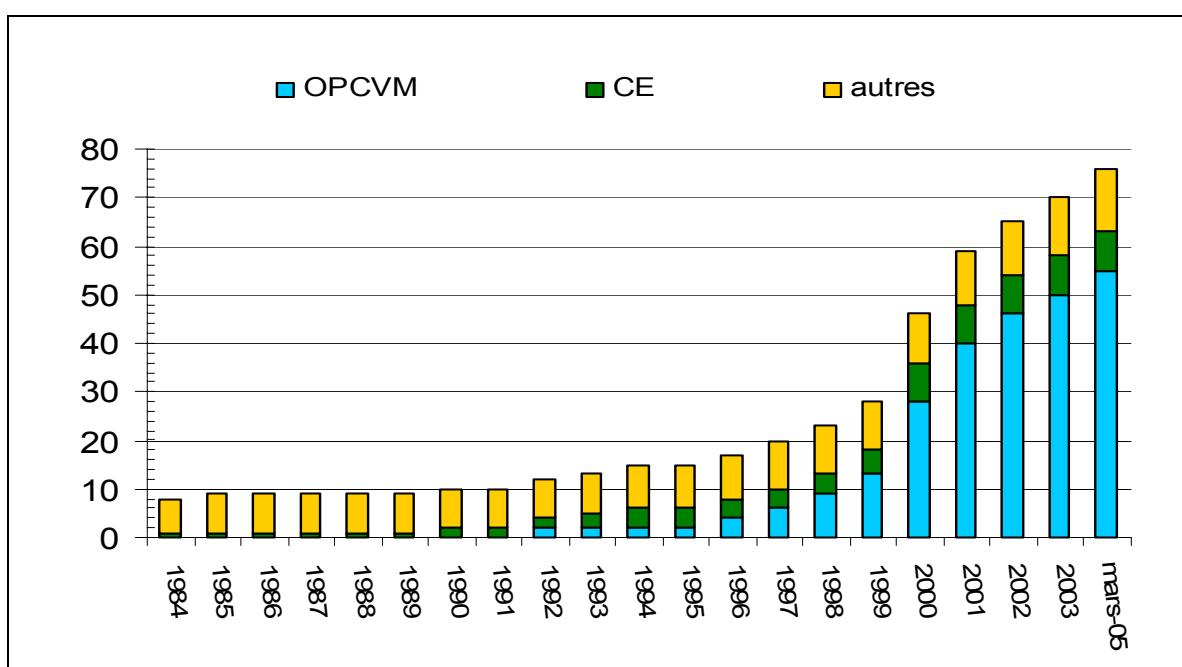
Objectif : décrire l'offre des produits ISR disponibles sur le marché.

2.1. Evolution de l'offre globale

Au 31 mars 2005 le marché ISR belge, retail et institutionnel confondus, se composait de 76 produits socialement responsables contre 70 en 2003, soit une augmentation réelle de 8,5% en un peu plus d'un an.

Les organismes de placements collectifs à valeurs mobilières (OPCVM), regroupant à la fois les sicav, les fonds de placement y compris les fonds sous-jacents aux assurances branche 23, représentent plus de 72% de ce marché, contre 11% pour les comptes d'épargne (CE) et 13% pour les autres formules d'épargne⁹. Cette ventilation du marché ISR en 2005 reste donc identique à celle des années précédentes.

Figure 1 : Evolution en nombre de l'offre ISR globale



Source : RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF

⁹ Sous le vocable "autres formules d'épargne", nous regroupons toutes les autres initiatives d'épargne ISR qui ne sont ni des OPCVM, ni des CE, ni des produits d'assurance. Cette catégorie concerne les investissements éthiques et solidaires (IES), c'est-à-dire les investissements dans des organisations ou entreprises appartenant au secteur de l'économie sociale.

La création de nouveaux produits ISR se situe essentiellement au niveau des OPCVM, avec une progression annuelle de 9%. Cette progression de 9% se traduit par une augmentation globale de 5 unités. Ce qui ne signifie pas que seulement 5 fonds ont été nouvellement créés. En réalité, 7 fonds ISR ont été retirés du marché en 2004-2005 pour diverses raisons (échéance, liquidation,etc.), 4 ont vu le jour et 8 ont modifié leur politique d'investissement en politique d'investissement socialement responsable.

Pour les comptes d'épargne aucun nouveau compte d'épargne socialement responsable n'a été créé au cours des 5 dernières années.

Quant aux autres formules d'épargne, grâce à "2005 année du micro-crédit", un nouvel acteur, Incofin-fonds IMPULSE, est venu grossir les rangs des acteurs de l'investissement éthique et solidaire (IES).

2.2. Offre détaillée

Sur les 55 fonds présentés dans la liste ci-dessous, les 6 fonds marqués d'un (*) sont réservés aux investisseurs institutionnels, dont un seul exclusivement: le fonds Paricor E10, créé pour répondre à la demande du Vlaams Zorgfonds (Fonds flamand d'Assurance Soins). Les fonds les plus récents, c'est-à-dire ceux constitués en 2004 et jusqu'au 31 mars 2005 sont surlignés. Cette liste reprend également les 8 produits d'assurance-vie de type branche 23 (fonds soulignés dans le tableau).

Comme mentionné supra, de nombreux mouvements au niveau des fonds sont apparus en 2004-2005:

Au niveau des fonds retirés du marché:

- Le premier fonds éthique belge créé en 1992, VMS Luxinter Ethifond, a été liquidé par la société de bourse Van Moer Santerre & Cie en 2004.
- Les fonds fermés Cordius Capital Stimulus Europe Quality et KBC Equisafe ethinvest 1 sont venus à échéance en 2004-2005.
- Les trois fonds Dexia Open Life values ne sont plus proposés activement en raison d'uniformisation et de simplification de la gamme des produits chez Dexia. Il n'est donc plus possible d'y souscrire. Une réorientation vers le produit Dexia Life Values est proposée.
- Aviva Fund a décidé de transférer les capitaux du fonds Global Socially Responsible Equity Fund dans le European Socially Responsible Equity Fund.

Au niveau des nouveaux fonds :

- On dénombre entre juillet 2004 et mai 2005, 4 nouveaux fonds. Un fonds obligataire chez Dexia (Dexia Sustainable Euro Bonds). Deux fonds KBC destinés à une clientèle institutionnelle: KBC IF Euro Ethical Care et KBC Equimax CRC sustainable, développés pour répondre à la demande des congrégations religieuses. Et un tout premier fonds de fonds ISR pour Ethias assurance (Ethico Invest).

Au niveau des changements de politique d'investissement :

- Dexia life Values et ses cinq compartiments ont opté pour une politique d'investissement socialement responsable.
- Trois anciens fonds Fortis non ISR (Interselex) devenus ISR en 2004.

Précisons que les fonds ISR proposés par Delta Lloyd Life / Ohra ainsi que par KBC pour "Eco Fund Water" et "Eco Fund Alternative Energy" sont des fonds sectoriels, fonds investissant dans un secteur bien spécifique. L'appartenance au secteur des énergies renouvelables ou du traitement des eaux est une condition suffisante pour être considéré comme fonds ISR.

Figure 2 : Fonds au 31 mars 2005

ABN-AMRO	AAF – Socially Responsible Equity Fund
Axa	<u>Axa Life Ethical Equities Europe</u>
Banque Delen	Athena World Equity (Sustainability fund)
Banque Nagelmackers, Aviva Fund	Euro Socially Responsible Equity Fund
Bonnewijn, Renwart, Van Goethem & Co	BRG Fund Ethiglobal
Delta Lloyd Life	<u>Ohra Milieutechnologie</u>
	<u>Ohra New Energy</u>
Dexia	Dexia Equities (L) World Welfare
	Dexia Sustainable Accent Earth
	Dexia Sust. Accent Social
	Dexia Sust. EMU
	Dexia Sust. Europe
	Dexia Sust. Euro Bonds
	Dexia Sust. European Balanced High
	Dexia Sust. European Balanced Low
	Dexia Sust. European Balanced Medium
	Dexia Sust. North America
	Dexia Sust. Pacific
	Dexia Sust. World Large Caps
	<u>Dexia Life Values Defensive</u>
	<u>Dexia Life Values Low</u>
	<u>Dexia Life Values Medium</u>
	<u>Dexia Life Values High</u>
	<u>Dexia Life Values Dynamic</u>
	Dexia Allocation Sustainable Europe
	Dexia Allocation Sustainable World
Ethias Assurance	<u>Paricor E10 (*)</u>
Fortis Banque, Record Group	<u>Ethico Invest</u>
Fortis IM	AlterVision Balance Europe
	AlterVision Croix Rouge
	Evangelion
	Fortis (L) Fund Equity Socially Responsible Europe
	Fortis (L) Fund Strategy balanced SRI Euro
	Fortis (L) Fund Strategy growth SRI Euro
	Fortis (L) Fund Strategy stability SRI Euro
ING	ING (L) Invest Sustainable Growth
	ING Invest Solidarity Mixed Euro 1
	JPMF Global Socially Responsible Fund
JP Morgan Chase &Co, Citibank	KBC Click Ethiclick 1
KBC	KBC Click Solidarity 1 -KOTK
	KBC Click Solidarity 2 – Levenslijn Kinderfonds
	KBC Click Solidarity 3 - KOTK
	KBC Eco Fund
	KBC Eco Fund Alternative Energy
	KBC Eco Fund Ehti Equity Euroland

Record Group, Banque Corluy	KBC Eco Fund Water
Petercam	KBC IF Ethical Euro Bonds (*)
Triodos Banque	KBC IF Ethical Euro Equities (*)
	KBC IF Global Ethical Defensive 1(*)
	KBC IF Euro Ethical Care (*)
	KBC Equimax CRC Sustainable(*)
	Participation 21 (Bevek-21-Participatie)
	PAM Equities Europe Ethical
	Triodos Values Fund European Bonds
	Triodos Values Fund International Equities

Source : RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF

Aucun changement n'est à signaler dans l'offre des comptes d'épargne ISR (Cfr. Figure 3).

Figure 3 : Comptes d'épargne

Fortis Banque	Epargne Cigale/ Krekelsparen
Record Group	Epargne Ark - Vlaanderen
	Epargne Hefboom
	Epargne Vredeseilanden
Triodos Banque	Comptes d'Epargne Triodos (Plus)
	Comptes à Terme Triodos (Plus)
VDK- Spaarbank	Wereldspaarrekening
	Solidariteitsspaarrekening

Source : RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF

La catégorie des autres formules d'épargne (cfr. Figure 4) voit apparaître, dès la fin 2004, un nouveau venu: IMPULSE MICROFINANCE INVESTMENT FUND (en abrégé "Impulse") – le fonds d'investissement créé à l'occasion de l'année Internationale du Microcrédit par la KBC, la Banque d'épargne VDK, le Boerenbond, Volksvermogen et Incofin.

Impulse a débuté ses activités en décembre 2004 avec un capital de 5 millions d'euros. A la clôture temporaire du placement privé le 28 juin 2005, le capital a été augmenté à 8,25 millions d'euros. Des investisseurs institutionnels (e.a. Ethias Assurance), des associations (e.a. CSC Alimentation & Services) et des personnes privées y ont principalement souscrit.

Impulse investit dans des institutions de microfinance (IMF) dans les pays en voie de développement. Ces IMF proposent à leur tour des microcrédits aux petits entrepreneurs locaux. Les IMF constituent un levier important dans la lutte contre la pauvreté, permettant aux microentrepreneurs économiquement marginalisés de devenir plus autonomes.

Impulse est géré par Incofin, une société d'investissement socialement responsable qui a une large expérience dans la microfinance.

Figure 4 : Autres formules d'épargnes

Groupes d'épargne de proximité	L'Aube Les Ecus Baladeurs Le Pivot La Bouée La Fourmi solidaire
Coopératives	Alterfin Crédal Hefboom Trividend SCOD - VOOC COGEP
Autres	Fonds d'économie sociale et durable Incofin - Impulse

Source : RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF

2.3. Eléments clés

Le nombre total de produits financiers ISR sur le marché belge, secteurs retail et institutionnel confondus, s'élève à 76, contre 70 en 2003, soit une augmentation de 8,5%.

L'offre ISR belge se compose à 72% de fonds de placement, 17% d'autres formules d'épargne (IES) et 11% de comptes d'épargne.

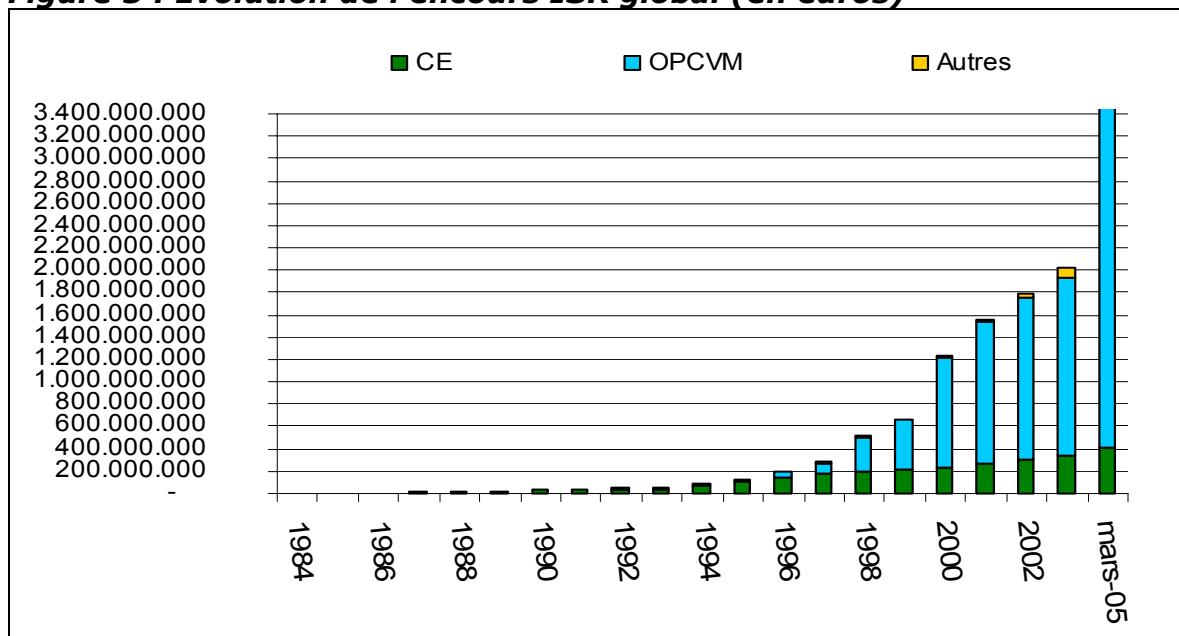
3. Encours ISR

Objectif : déterminer le volume des capitaux placés en ISR en Belgique.

3.1. Evolution de l'encours global

Le volume des capitaux placés dans les produits socialement responsables progresse de plus de 75% en un peu plus d'un an. De 2 milliards d'euros fin 2003, on est passé à plus de 3,5 milliards¹⁰ d'euros au premier trimestre 2005 (cfr. Figure 5).

Figure 5 : Evolution de l'encours ISR global (en euros)



Source : RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF

¹⁰ En outre, si on tient compte d'initiatives de filtre ISR unidimensionnel, en l'occurrence des produits de première génération où la sélection de l'univers d'investissement se fait sur base de seuls critères d'exclusion, prises par certains intermédiaires financiers belges tel que le Groupe Dexia et le groupe KBC, le volume global ISR atteint de tout autre montant ! (Plus de 300 milliards d'euros).

En effet, KBC a décidé en avril 2004, à la suite du rapport d'enquête réalisé par Netwerk Vlaanderen au sujet des investissements des cinq grandes banques actives en Belgique (Axa, Fortis, Dexia, ING et KBC) dans les industries qui fabriquent des armes "controversées", d'exclure de l'intégralité de son portefeuille d'investissement les producteurs de mines antipersonnel, bombes à fragmentation, bombes à uranium appauvri et armes biologiques et chimiques. Ce qui représente un actif net au 31/03/2005 de plus de 296 milliards d'euros (total assets) géré selon un filtre ISR unidimensionnel.

Dexia Groupe a, quant à lui, lancé 'Portfolio 21', un système de gestion ISR unidimensionnel qui assure à ses membres une gestion de leur portefeuille d'investissement respectueuse des droits de l'homme tels que définis dans les conventions de base de l'Organisation Internationale du Travail (OIT), à savoir le travail des enfants, le travail forcé, la liberté d'association et la non-discrimination. Ce qui représente un actif net au 31/03/2005 de plus de 6,4 milliards d'euros géré selon un filtre ISR unidimensionnel.

Cette croissance spectaculaire est due pour l'essentiel aux OPCVM. En effet, sans tenir compte des mandats discrétionnaires, l'encours des fonds, secteurs retail et institutionnel, est passé de 1,6 à 3 milliards d'euros, soit une augmentation de plus de 90% par rapport à 2003.

Cette importante progression s'explique, d'une part, par l'intérêt grandissant des investisseurs institutionnels pour l'ISR¹¹. Le marché l'a d'ailleurs bien senti et a répondu à leur profil "d'investisseur défensif" en développant des fonds de placement ISR 100% obligataires. Entre fin 2003 et début 2005, plus de 0,7 milliards d'euros ont été investis dans les deux fonds obligataires institutionnels de KBC (KBC IF Ethical Euro bonds et Global Ethical Defensive) et dans le nouveau fonds obligataire de Dexia créé en juillet 2004 (Dexia Sustainable Euro Bonds).

D'autre part, en transformant la politique d'investissement de fonds non ISR, lancés quelques années auparavant, en fonds socialement responsables, Fortis banque augmente considérablement son encours de fonds ISR. Grâce à cette nouvelle stratégie, 0,4 milliards d'euros se sont transformés en ISR en 2004.

Pour l'épargne socialement responsable (plus de 400 millions d'euros en 03/2005), cette dernière est en progression par rapport à 2003 de plus de 20%, soit la croissance la plus importante depuis ces 7 dernières années.

Le marché boursier morose, l'intérêt grandissant des particuliers pour l'épargne socialement responsable, la sensibilisation du public au travers de campagnes telles que "Mon argent sans scrupules?" relative au financement des armes controversées par les banques, la notoriété croissante des banques alternatives sont autant de raisons qui sont de nature à expliquer cette progression.

Quant aux autres formules d'épargne (plus de 112 millions d'euros), après l'accroissement spectaculaire connu en 2003 suite à la création du FESD (Fonds de l'économie sociale et durable), leurs encours progressent encore de plus de 14 millions d'euros, soit 14%, en un peu plus d'un an. Ce qui laisse présager un avenir prometteur pour l'épargne alternative malgré un encours qui reste encore relativement modeste.

¹¹ Le marché institutionnel ISR belge fera l'objet d'une analyse approfondie dans la partie II du présent rapport.

3.2. Evolution des fonds

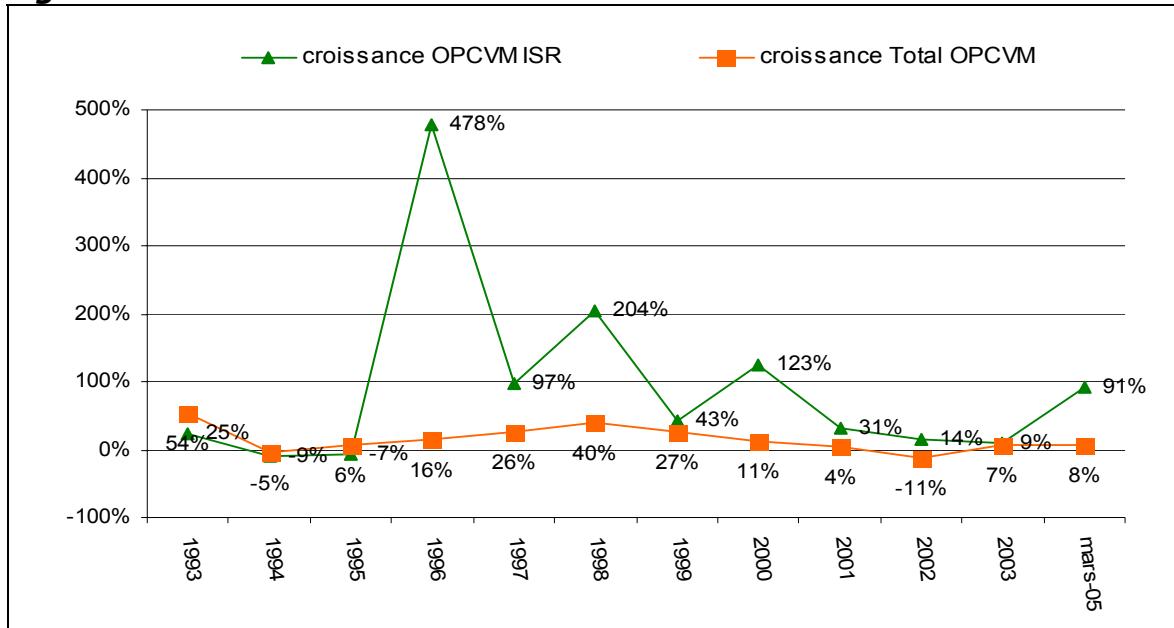
Au regard des figures 6 et 7, force est de constater l'engouement pour les fonds socialement responsables. En 2005, pour une croissance globale de 8% pour l'ensemble des fonds, les fonds ISR progressent quant à eux de 91%. Cette croissance vigoureuse est due principalement à l'arrivée des investisseurs institutionnels sur le marché ISR et donc au montant moyen investi par personne dans ces produits.

Figure 6 : Développement de l'encours des OPCVM ISR versus l'ensemble des OPCVM (en euros)

année	OPCVM ISR	croissance (%)	TOTAL OPCVM	croissance (%)
1992	8.477.959	-	30.910.000.000	-
1993	10.565.222	25%	47.600.000.000	54%
1994	9.573.648	-9%	45.360.000.000	-5%
1995	8.879.546	-7%	48.290.000.000	6%
1996	51.298.668	478%	55.870.000.000	16%
1997	100.849.453	97%	70.190.000.000	26%
1998	306.381.233	204%	97.960.000.000	40%
1999	437.600.000	43%	124.090.000.000	27%
2000	977.348.167	123%	138.230.000.000	11%
2001	1.279.886.894	31%	143.700.000.000	4%
2002	1.458.446.401	14%	127.570.000.000	-11%
2003	1.595.099.735	9%	136.190.000.000	7%
mars-05	3.041.402.761	91%	146.870.000.000	8%

Source : RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF

Figure 7 : Croissance des fonds ISR versus l'ensemble des fonds



Source : RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF

3.3. Evolution des comptes d'épargne

A l'exception de 2003, la croissance des comptes d'épargne ISR par rapport à l'ensemble des comptes d'épargne se porte toujours mieux, même si on est loin de l'engouement engendré par les fonds de placement socialement responsables auprès des investisseurs.

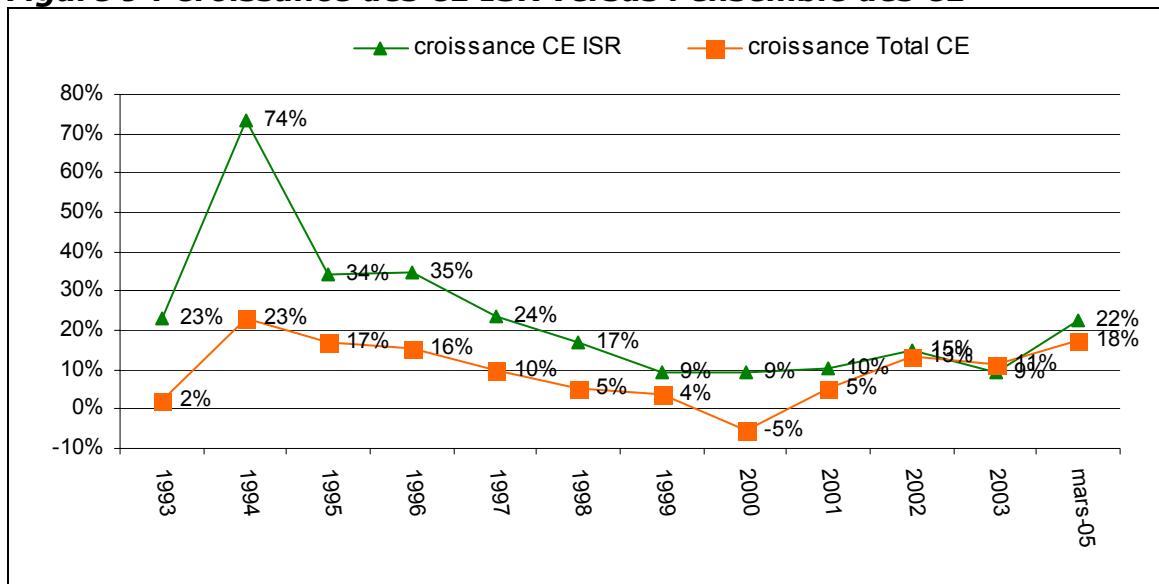
En 2005, pour une croissance globale de 18%, l'épargne socialement responsable progresse de 22% soit son taux le plus élevé depuis 1997.

Figure 8 : Développement de l'encours des CE ISR versus l'ensemble des CE (en euros)

année	CE ISR	croissance (%)	Total CE	croissance (%)
1992	35.809.367	-	46.630.000.000	-
1993	44.058.185	23%	47.557.000.000	2%
1994	76.473.099	74%	58.609.000.000	23%
1995	102.736.207	34%	68.596.000.000	17%
1996	138.571.545	35%	79.315.000.000	16%
1997	171.473.032	24%	87.196.000.000	10%
1998	200.232.722	17%	91.690.000.000	5%
1999	218.644.254	9%	95.112.000.000	4%
2000	238.741.923	9%	89.984.000.000	-5%
2001	263.575.073	10%	94.868.000.000	5%
2002	303.392.335	15%	107.411.000.000	13%
2003	331.761.944	9%	119.545.000.000	11%
mars-05	406.003.484	22%	140.710.000.000	18%

Source : RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF

Figure 9 : Croissance des CE ISR versus l'ensemble des CE



Source : RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF

3.4. Eléments clés

Le volume total de capitaux placés dans l'ISR en Belgique s'élève à plus de 3,5 milliards d'euros, soit une croissance de plus de 75% par rapport à 2003. Toutefois, si nous tenons compte des initiatives de filtres ISR unidimensionnel - produits de 1^{ère} génération, basés uniquement sur des critères d'exclusion - prises par certains intermédiaires financiers belges (Dexia Group, KBC Group) le volume global ISR atteint de tout autre montant ! (plus de 300 milliards d'euros).

Le volume des capitaux placés dans les fonds de placement ISR s'élève à 3 milliards d'euros, soit une croissance de 92% par rapport à 2003. Soit une croissance nettement supérieure à l'ensemble des fonds (8%).

Le volume des capitaux placés dans les comptes d'épargne ISR s'élève à 406 millions d'euros, soit une croissance de 22% par rapport à 2003. Soit la croissance la plus élevée enregistrée depuis 7 ans pour ce type de produit.

Le volume des capitaux placés dans les autres formules d'épargne (IES) s'élève à 112 millions d'euros, soit une croissance respectable de 14% par rapport à 2003.

4. Offre ISR globale en terme de parts de marché

Objectif : déterminer les parts de marché de l'ISR par rapport à l'ensemble du marché financier.

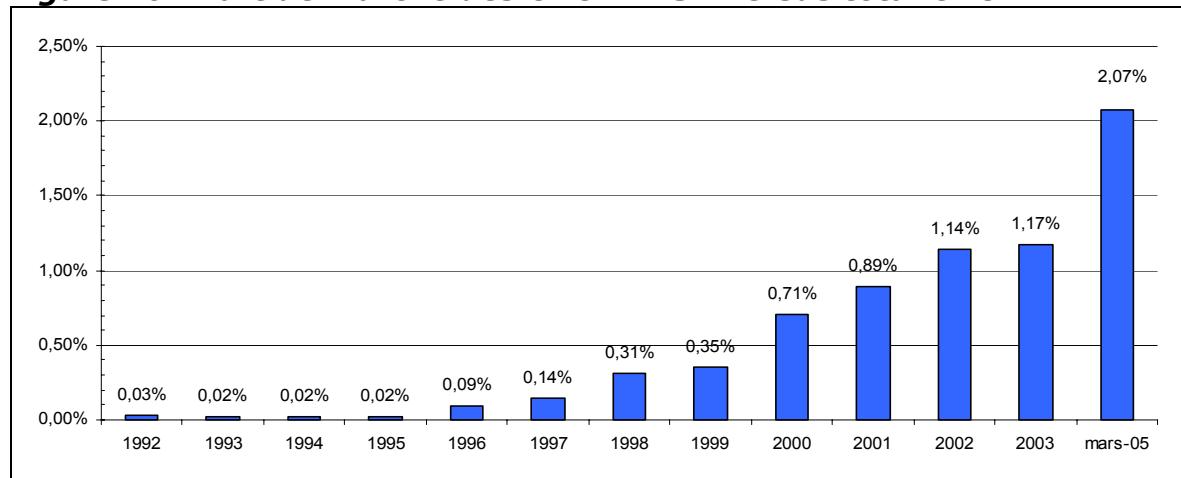
En termes de parts de marché, les montants investis dans l'ISR restent encore marginaux au regard de l'ensemble du marché financier. Néanmoins elle ne cesse de progresser au cours de ces dernières années et le seuil des 2% de parts de marché est atteint en 2005.

4.1. Parts de marché des fonds

Au 31 mars 2005, 2,07% de l'ensemble des capitaux placés dans les fonds de placement le sont dans des fonds socialement responsables. Soit une nette progression par rapport à fin 2003 (1,17%).

L'engouement pour l'investissement socialement responsable ne faiblit donc pas, que du contraire. Et ce malgré une propension désespérante de la majorité des organismes financiers à très peu informer leurs clientèles sur ce type de produits.

Figure 10 : Part de marché des OPCVM ISR versus total OPCVM

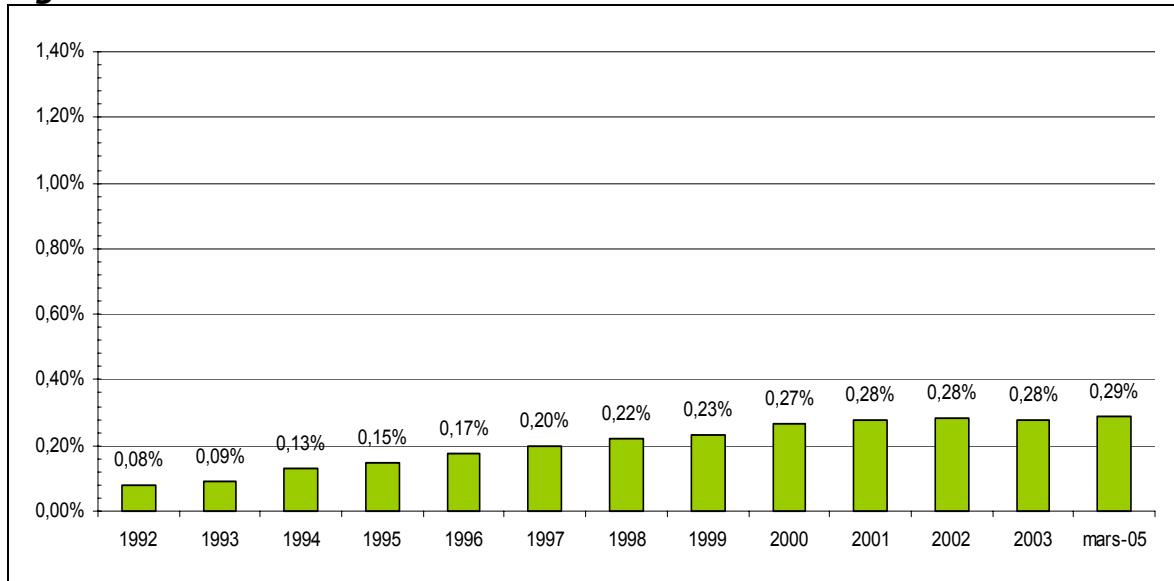


Source : RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF

4.2. Parts de marché des comptes d'épargne

Quant à la part de marché des comptes d'épargne ISR versus l'ensemble des comptes d'épargne, celle-ci plafonne entre 0,28 et 0,29% ces dernières années.

Figure 11 : Part de marché des CE ISR versus total CE



Source : RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF

4.3. Eléments clés

Plus de 2,07% des capitaux placés en 2005, tant pour le secteur retail qu'institutionnel, dans les fonds de placement en Belgique respectent des critères ISR, soit une part de marché en pleine progression.

0,29% des montants épargnés en Belgique en 2005 sont placés sur des comptes d'épargne socialement responsables, soit une part de marché constante depuis quelques années.

5. Leaders du marché

Objectif : déterminer qui sont les leaders de l'ISR en Belgique et quels sont leurs parts de marché

5.1. Leaders du marché par catégorie de produits ISR

Le Groupe Dexia, toujours leader du marché des fonds ISR, voit sa position affaiblie en 2005 par l'ascension de KBC et du groupe Fortis.

Figure 12 : Leaders du marché des fonds ISR, selon le volume des encours (31/03/2005)

Groupe Dexia	58%
KBC	21%
Groupe Fortis	14%
Bonnewijn, Renwart, Van Goethem &Co	2%
ING	1%
JP Morgan Chase &Co, Citibank	1%
Delta Lloyd Life	1%
Triodos Banque	1%
Banque Nagelmackers, Aviva Fund	1%

Source : RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF

En termes de volumes, le groupe Dexia détient en 2005 encore plus de 50% de parts de marché (contre 71% en 2003). Néanmoins, le Groupe KBC, avec 21%, double quasiment sa part de marché par rapport à 2003. Quant au groupe Fortis, il reste en troisième position tout en progressant considérablement: Il passe de 14% de part de marché contre 4% fin 2003.

Figure 13 : Leaders du marché des comptes d'épargne ISR, selon le volume des encours (31/03/2005)

Triodos Banque	58%
Fortis Banque	39%
Record Group	2%
VDK- Spaarbank	1%

Source : RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF

Le marché de l'épargne socialement responsable connaît, quant à lui, une moindre concurrence avec seulement quatre intermédiaires financiers en lice.

L'essentiel de l'épargne ISR se répartit entre la Banque Triodos, leader dans ce secteur (58% de parts de marché au 31/03/2005), et la Fortis Banque (39%). Les deux autres acteurs, Record (anciennement Mercator) et VDK-Spaarbank détiennent une part de marché extrêmement réduite en raison notamment du caractère régional de leurs institutions. Ceci pourrait changer dans les années à venir pour l'ex-Mercator qui s'est vu racheté par Record Group, filiale du groupe ING.

Figure 14 : Leaders du marché IES, selon le volume des encours (31/03/2005)

Fonds d'économie sociale et durable	70%
Crédal	7%
Hefboom	7%
Incofin - Impulse	7%
Alterfin	5%
Trividend	2%
SCOD - VOOC	2%
Groupes d'épargne de proximité	0%
COGEP	0%

Source : RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF

Quant aux autres formules d'épargne socialement responsable, le fonds d'économie sociale et durable créé en 2003 reste leader avec ses 70% de part de marché.

5.2. Eléments clés

Les Groupes Dexia, KBC et Fortis sont leaders du marché belge des fonds ISR avec une part de marché respective de 58%, 21% et 14% pour 2005.

La Banque Triodos et la Fortis Bank sont leaders du marché belge des comptes d'épargne ISR à concurrence respectivement de 58% et 33% en 2005.

Pour les autres formules d'épargne, le fonds de l'économie sociale et durable est majoritaire à 70% en 2005.

PARTIE II : INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS FACE A L'ISR

Introduction

Le concept d'ISR a fortement évolué depuis son apparition, en 1920, aux Etats-Unis : si au départ, il s'agissait d'éviter l'investissement des capitaux dans les secteurs 'du péché' (tabac, alcool, jeux de hasard), aujourd'hui l'ISR s'est largement complexifié dans ses méthodes de filtrage, dans ses critères extra financiers d'analyse des entreprises, dans ses labels de qualité.

S'il s'est professionnalisé au niveau technique, l'ISR demeure néanmoins un marché niche. En effet, 2,07% des capitaux investis en Belgique le sont de manière socialement responsable.

Des acteurs clés, qui permettraient de sortir indubitablement l'ISR de son secteur niche, sont les investisseurs institutionnels. En effet, leur engagement dans l'investissement socialement responsable entraînerait un effet de levier qui ferait rapidement croître la part de l'ISR par rapport aux investissements dits 'traditionnels' parce qu'ils placent des montants colossaux sur les marchés.

Le RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF, qui analyse depuis plusieurs années le marché belge de l'ISR, a dès lors jugé opportun d'analyser, pour la première fois en Belgique, l'attitude des investisseurs institutionnels face à l'ISR.

Après avoir défini la notion d'investisseurs institutionnels dans le chapitre 6, nous pourrons procéder à l'état des lieux de l'ISR auprès des institutionnels belges, aujourd'hui. Ainsi, le chapitre 7 se penchera sur les volumes actuellement placés de façon socialement responsable par les institutionnels belges. Nous répondrons dès lors à la question 'combien les institutionnels belges investissent-ils en ISR ?'.

Les motivations et les freins des institutionnels face à l'ISR feront l'objet du chapitre 8, qui sera consacré à la problématique du 'pourquoi les institutionnels belges investissent-ils en ISR ?'. Nous y déterminerons l'intérêt des investisseurs institutionnels belges pour l'ISR et nous examinerons les raisons qui les poussent à se lancer sur ce marché ou, au contraire, à se limiter aux placements 'traditionnels'.

Nous nous attarderons ensuite, tout au long du chapitre 9, à l'examen des outils ISR à la disposition des investisseurs institutionnels belges. Nous identifierons les approches ISR privilégiées par les professionnels, leur impact

sur la composition et la performance des portefeuilles d'actifs. Tous ces éléments apporteront un éclairage face à l'interrogation 'comment les institutionnels belges investissent-ils en ISR ?'.

Le chapitre 10 abordera l'évolution du cadre législatif belge en présentant les lois les plus récentes qui intègrent les aspects sociaux, éthiques et environnementaux.

Enfin, le chapitre 11 envisagera l'avenir de l'ISR en évaluant rapidement les intentions des investisseurs institutionnels belges face à l'ISR et l'évolution potentielle de ce marché dans les prochaines années.

Abréviations ou terminologies usitées

Encours : actif net total

FCP : fonds commun de placement

Fonds : OPCVM (organisme de placements collectifs à valeurs mobilières)

ISR : investissement socialement responsable

IES : investissement éthique et solidaire

Promoteur : intermédiaire financier

6. Investisseurs institutionnels belges

Objectif : définir qui sont les investisseurs institutionnels sur le marché belge et établir une catégorisation pertinente.

6.1. Identification

La notion d'investisseur institutionnel est à ce point complexe que la réglementation financière n'en établit pas de définition mais se contente d'une énumération. En l'absence de définition officielle du concept d'investisseur institutionnel, nous avons décidé de nous référer à la réalité du marché pour en présenter une acceptation usuelle. Nous avons, pour ce faire, demandé l'avis des instances et associations les plus importantes et les plus représentatives en matière financière en Belgique.

La **Banque Nationale de Belgique** (BNB) propose un premier niveau de lecture. En effet, selon elle, «*les investisseurs institutionnels sont des institutions financières qui investissent l'épargne des particuliers et des sociétés sur les marchés financiers*»¹².

Si cette définition n'est pas parfaitement précise, elle comporte néanmoins deux notions importantes, en ce sens qu'il s'agit, selon la BNB,

- d'une gestion professionnelle et institutionnalisée – ce qui exclut de facto les particuliers et tout ce qui n'est pas institution financière (communes, congrégations religieuses, ONG, etc.);
- de fonds et de placements sur les marchés financiers – excluant dès lors les activités de crédit des banques.

Ainsi, toujours selon la Banque Nationale de Belgique, «*en pratique, les investisseurs institutionnels incluent les fonds de pension, compagnies d'assurances et fonds communs de placements*»¹³.

La **Fédération Financière Belge** (Febelfin)¹⁴, quant à elle, accepte comme investisseurs institutionnels les «*entreprises ou institutions qui investissent des capitaux du fait de leur fonction, comme e.g. les compagnies d'assurances, les fonds de pension, les organismes de placement collectif, etc., pour une certaine durée*».

Cette description complète celle de la Banque Nationale de Belgique puisqu'elle insiste sur :

¹² BERTELS Guido, Press Officer – BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE.

¹³ Id.

¹⁴ LEENDERS Josette, Business Line Asset Management & Private Banking - FEBELFIN.

- l'investissement des institutions du fait de leur fonction - les compagnies d'assurances, les fonds de pension, les organismes de placement collectif, etc. doivent créer des réserves en prévision de leurs futures obligations vis-à-vis de leurs clients.
- la durée de l'investissement – cet élément exclut les placements à court terme, et, subséquemment, un grand nombre d'entreprises qui placent généralement leurs liquidités à (très) court terme dans le cadre de leur gestion de trésorerie.

La **Commission Bancaire, Financière et des Assurances** (CBFA) soumet une définition plus juridique et plus exhaustive¹⁵ :

L'arrêté royal du 7 juillet 1999, relatif au caractère public des opérations financières, énumère de manière limitative les investisseurs professionnels ou institutionnels, en son article 3, 2° :

- l'Etat, les Régions et les Communautés ;
- la Banque Nationale de Belgique, le Fonds des Rentes, le Fonds de protection des dépôts et des instruments financiers, la Caisse des Dépôts et Consignations ;
- les établissements de crédits ;
- les entreprises d'investissement, dont l'activité habituelle consiste à fournir à titre professionnel des services d'investissement ;
- les organismes de placement collectif ;
- les organismes d'assurances et de réassurance ;
- les entreprises de capitalisation ;
- les sociétés à portefeuille, dont l'activité effective principale consiste à acquérir des titres représentatifs de capital d'autres entreprises ou à acquérir des titres donnant droit ou engageant à la souscription ou à l'acquisition de tels titres, ou à la conversion de tels titres ;
- les centres de coordinations ;
- les sociétés dont des instruments financiers sont admis à un marché réglementé ;
- les sociétés, fonds ou autres entités similaires de droit étranger dont l'activité principale consiste à investir dans des titres de créance ou parts d'organismes de placement collectif.

L'article 2, 13°, de la loi du 2 août 2002, relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, définit comme suit la notion d'investisseur institutionnel : « toute personne appartenant à l'une des catégories de personnes désignée par le Roi, sur avis de la CBFA, comme étant censées avoir les connaissances et expérience nécessaires en matière de placements en instruments financiers pour prendre leurs propres décisions d'investissement et mesurer les risques y afférents ». Toutefois, l'arrêté

¹⁵ CARTON de TOURNAI Guy, Directeur – COMMISSION BANCIARE, FINANCIERE ET DES ASSURANCES.

d'exécution appelé à désigner les personnes considérées comme professionnelles n'a pas encore été pris.

Enfin, puisque les capitaux sont traités sur des marchés financiers internationaux interdépendants, il nous a semblé opportun de dépasser les frontières de la Belgique pour terminer notre tour d'horizon des définitions du concept d'investisseur institutionnel.

Ainsi pour l'**Organisation de Coopération et de Développement Economique** (OCDE), « le terme d'investisseur institutionnel fait principalement référence aux sociétés d'assurances, aux fonds de pension et aux sociétés d'investissement, collectant de l'épargne et offrant des fonds sur les marchés. Cependant, d'autres types de patrimoines institutionnels sont également couverts (tels que les fonds de dotation, les fondations, etc.) »¹⁶.

Que pouvons-nous retenir de ces définitions ? Qu'elles soient générales ou détaillées, abstraites ou exemplatives, ces définitions admettent que « l'investisseur institutionnel est un organisme qui effectue des placements sur les marchés financiers pour son compte propre ou pour compte de tiers » et proposent un certain nombre de traits fondamentaux communs:

- Comme son nom l'indique, l'investisseur institutionnel est une institution, une organisation professionnelle. Il s'oppose en cela à l'investisseur particulier.
- Du fait de leur mission économique de production, les entreprises ne sont pas considérées comme investisseurs institutionnels.
- Trois organismes sont reconnus à l'unanimité comme investisseurs institutionnels. Il s'agit des fonds de pension, des compagnies d'assurances et des organismes de placement collectif. Ils collectent l'épargne et investissent des capitaux sur les marchés financiers pour le compte de tiers.
- Quant aux pouvoirs publics, congrégations religieuses ou fondations, ils apparaissent en filigrane dans les définitions, rarement nommément, et jamais de manière exhaustive. Ils seront donc considérés comme des investisseurs institutionnels dans la définition élargie de ce concept.

¹⁶ OCDE - *Investisseurs institutionnels - Annuaire statistique 1992-2001 - éditions 2003.*

6.2. Eléments clés - Catégorisation

À l'analyse des définitions présentées plus haut et de la pratique sur le marché belge, il apparaît que les investisseurs institutionnels, malgré quelques caractéristiques communes essentielles, présentent d'importantes disparités. Peut-on en effet mettre sur un pied d'égalité le fonds de pension d'une entreprise multinationale et une congrégation religieuse lorsqu'il s'agit d'analyser leur attitude face à l'investissement socialement responsable, les volumes investis, leurs exigences, leur (mé)connaissance des mécanismes de l'ISR, etc. ?

C'est pourquoi nous proposons de subdiviser les investisseurs institutionnels en 3 catégories :

1. Les structures financières qui investissent au nom de tiers.

Avec leur profil clairement financier, elles constituent le noyau incontournable des investisseurs institutionnels et répondent à la définition de l'investisseur institutionnel au sens strict :

- a. les fonds de pensions
- b. les compagnies d'assurances
- c. les organismes de placement collectif

2. Les organisations de la société civile.

Elles investissent leurs propres capitaux, bien que dans des montants moindres que les catégories précédentes, et se différencient par leur vocation plutôt 'éthique'. Elles regroupent des investisseurs institutionnels selon la définition élargie :

- a. les congrégations religieuses
- b. les fondations
- c. les ONG

3. Les collectivités.

Elles se caractérisent par leur objet politique et social. Elles n'ont pas, au départ, vocation à gérer les capitaux de tiers et ne disposent pas nécessairement de capital propre. Par contre, elles peuvent influer considérablement sur les comportements des autres investisseurs professionnels. C'est à ce titre surtout que nous avons voulu les prendre en considération en tant qu'investisseurs institutionnels :

- a. les pouvoirs publics (Etat, Communautés, Régions, villes, communes, organismes parastataux)
- b. les mutualités
- c. les syndicats

7. Investisseurs institutionnels belges et ISR : volumes

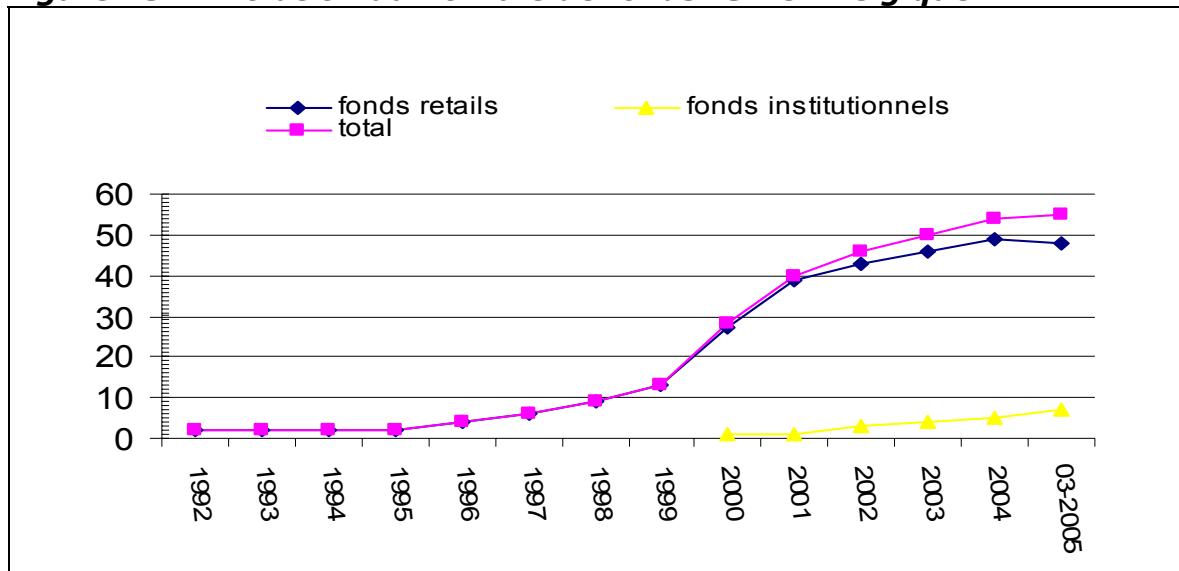
Objectif : analyser l'offre de fonds ISR et les volumes engagés par les investisseurs institutionnels belges et, par conséquent, le rôle de ces derniers dans l'évolution du marché ISR en Belgique.

7.1. Offre de fonds ISR institutionnels

Les investisseurs institutionnels utilisent essentiellement les fonds de placement, qui rentrent dans la catégorie des placements éthiques. Nous ne parlerons donc, dans la partie consacrée aux investisseurs institutionnels, ni des comptes d'épargnes et comptes à terme, qui rentrent dans la catégorie des placements éthiques, ni des autres formes d'ISR.

La figure 15 reprend l'évolution du nombre de fonds ISR sur le marché belge depuis 1992, année de lancement du premier fond ISR en Belgique.

Figure 15 – Evolution du nombre de fonds ISR en Belgique



Source : RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF

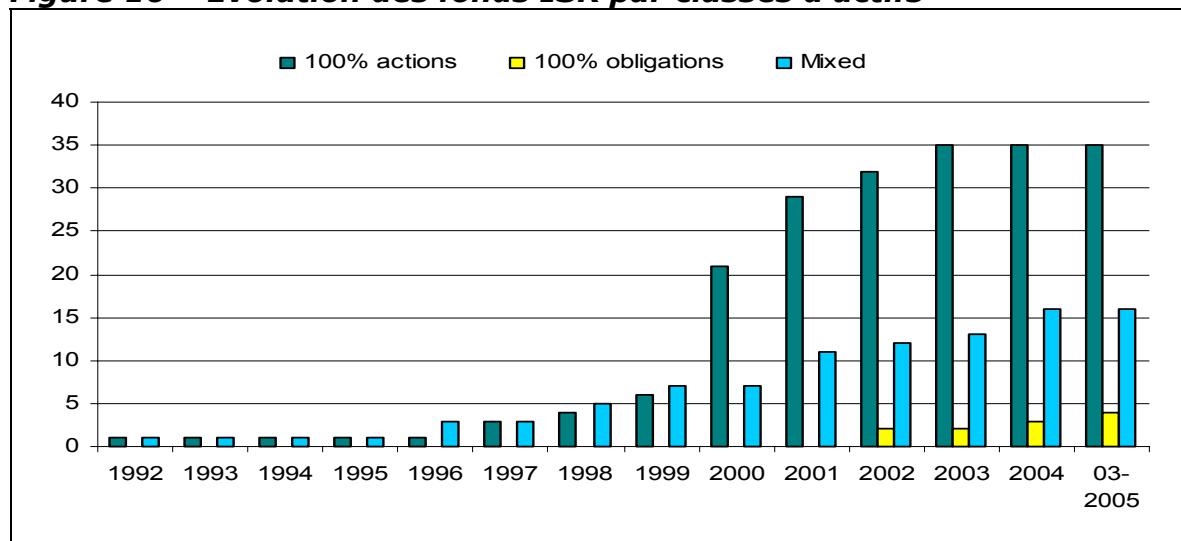
Durant les premières années, ce marché a crû à l'instigation des particuliers. Les premiers investisseurs institutionnels, principalement les pouvoirs publics, congrégations religieuses, fondations et ONG, ont suivi à partir de 1996, d'abord timidement, au travers de fonds destinés au marché retail. Quant aux fonds de pension et aux compagnies d'assurances, qui forment le cœur des institutionnels, ils commencent à peine à se tourner vers l'ISR.

Si le nombre de fonds ISR institutionnels, à proprement parler, est encore réduit à ce jour en Belgique, il croît de manière régulière depuis cinq ans¹⁷. La constitution de deux fonds destinés aux professionnels en 2004 et 2005 en atteste : les fonds KBC IF Euro Ethical Care et KBC Equimax CRC Sustainable. Ce dernier, créé à la demande de congrégations religieuses, est un fonds d'actions constitué d'un capital de départ de 8 millions d'euros, dont 10% sont investis de façon socialement responsable.

D'autre part, les institutionnels investissent également au travers de lignes discrétionnaires et au travers des fonds ISR destinés aux particuliers. Nous y reviendrons au point 7.2.

La figure 16 montre que les fonds ISR ont d'abord investi exclusivement en actions. Les fonds obligataires n'ont fait leur apparition qu'en 2002, probablement en réponse au climat morose des marchés boursiers, mais aussi pour répondre à une demande croissante de la part des investisseurs institutionnels qui, du fait de leur profil de risque plutôt prudent, cherchaient à placer les capitaux dans des produits moins risqués que les actions. Ils ont ainsi entraîné la diversification du marché en termes de classes d'actifs offerts sur le marché de l'ISR.

Figure 16 – Evolution des fonds ISR par classes d'actifs



Source : RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF

¹⁷ Les fonds réservés aux investisseurs institutionnels apparaissent en 2000, soit 8 ans après le lancement du premier fonds ISR en Belgique. Déjà sensibilisés par les parts de coopérateurs ou par l'épargne éthique et solidaire, les particuliers ont logiquement été les premiers à réagir à cette nouvelle forme d'investissement. Les investisseurs institutionnels ont suivi plus tardivement et, jusqu'à présent, de manière encore timide. En effet, comme nous le montre la figure 1, parmi les 55 fonds ISR qu'offre le marché belge, six seulement sont destinés aux investisseurs institutionnels. Il faut également rappeler que les particuliers ont la possibilité de placer leurs capitaux dans les fonds institutionnels, à l'exception du fonds Paricor E10 exclusivement réservé au Vlaams Zorgfonds (le fond flamand d'assurance soins).

Le marché de l'ISR se diversifie ainsi peu à peu en réaction aux humeurs des marchés financiers et, par voie de conséquence, aux besoins des investisseurs.

7.2. Volumes de l'ISR auprès des investisseurs institutionnels belges

Nous avons vu au point 7.1. que le *nombre de fonds* ISR croît constamment et que les investisseurs institutionnels participent à cette évolution. Nous allons maintenant vérifier dans quelle mesure les *montants* investis en ISR par les investisseurs institutionnels suivent une courbe de développement similaire.

Pour ce faire, nous nous pencherons d'abord sur les montants engagés dans les fonds ISR. Ensuite, nous évaluerons l'encours via les mandats de gestion afin d'obtenir une vue d'ensemble du marché ISR institutionnel belge.

Si l'évolution du marché ISR belge est essentiellement le fait des particuliers durant les premières années, l'an 2000 voit la constitution du premier fond ISR réservé aux institutionnels. Fin 2003, on compte déjà quatre fonds institutionnels sur le marché, pour un montant total avoisinant 146 millions d'euros.

En 2004/2005, on assiste à une progression considérable de l'encours des fonds ISR. En effet, l'encours total (retail et institutionnel confondus) passe de 1,6 milliards d'euros fin 2003 à 3 milliards d'euros au 31 mars 2005, c'est-à-dire qu'il a quasiment doublé en un peu plus d'un an. Environ un tiers de cette croissance est due à l'augmentation de l'encours des fonds institutionnels. Deux fonds réservés aux institutionnels, à savoir KBC IF Ethical Euro Bonds et KBC Global Ethical Defensive, y ont particulièrement contribué. Au 31 mars 2005, l'encours des fonds ISR institutionnels s'élevait à plus de 603 millions d'euros, c'est-à-dire que le montant investit en fonds ISR institutionnels a quadruplé en un peu plus d'un an.

Et encore, car il ne s'agit ici que de la partie visible de l'iceberg. En effet, les professionnels peuvent aussi investir leurs capitaux dans des fonds ISR constitués au départ pour répondre à la demande des particuliers. Il est très difficile de connaître la part institutionnelle engagée dans ces fonds mais il est certain que cette part gonfle l'encours ISR institutionnel de quelques millions d'euros¹⁸.

Cela confirme que, si les institutionnels ont introduit le marché de l'ISR plus tard que les particuliers, ils commencent à contrecarrer ce 'retard' grâce au volume des capitaux dont ils disposent à l'investissement. On peut se demander si ce soudain intérêt des institutionnels pour l'ISR n'est pas dû, au moins partiellement, à la loi dite Vandebroucke, qui oblige les fonds de

¹⁸ A contrario, les montants investis par les particuliers dans les fonds ISR réservés aux institutionnels sont peu significatifs, si bien que l'on peut considérer globalement que ces fonds reflètent effectivement les prises de positions des professionnels.

pension, depuis le 1^{er} janvier 2004 à être transparents sur la manière dont ils ont pris en considération des critères éthiques, environnementaux et sociaux pour le choix de leurs investissements (voir chapitre 10).

D'autre part, les fonds constituent seulement une partie des placements ISR des investisseurs institutionnels car ces derniers mandatent également les gestionnaires d'actifs pour investir leurs capitaux au travers de lignes discrétionnaires.

Les données relatives aux mandats sont généralement confidentielles. Il est dès lors très difficile de chiffrer exactement les montants engagés en ISR par les investisseurs institutionnels au travers des mandats de gestion. De fait, les intermédiaires financiers n'ont pas tous divulgué les montants placés de façon discrétionnaire mais nous avons néanmoins pu obtenir les informations des acteurs les plus importants du marché, si bien que les données qui suivent constituent une estimation correcte de ce segment.

Selon les chiffres que nous avons pu obtenir et selon les sources que nous avons recoupées, les mandats ISR institutionnels s'élèvent, en Belgique, à ce jour, à approximativement 695 millions d'euros. Ainsi, les professionnels interrogés s'accordent pour dire que les montants sous mandat de gestion sont en croissance constante. S'il s'agit d'une tendance généralisée que l'on retrouve au niveau des mandats d'investissements traditionnels, l'ISR n'y échappe pas non plus.

Un constat s'impose : les fonds ISR sont un peu le 'prêt-à-porter' des investisseurs institutionnels. Or, ces derniers ont des exigences très précises en termes de rendement, d'univers d'investissement, de duration. S'ils ne trouvent pas leur bonheur dans ces fonds, ils exigent du 'sur mesure' et investissent au travers de lignes discrétionnaires ou en constituant des fonds ISR unidimensionnels. Il semble donc que nous assistions à une évolution du mode d'investissement de la part des institutionnels.

Globalement, en tenant compte des fonds de 2^{ème}, 3^{ème} et 4^{ème} génération et des mandats discrétionnaires, le marché ISR institutionnel belge s'élève à 1,3 milliards d'euros minimum au 31 mars 2005.

7.3. ISR par catégorie d'investisseurs institutionnels

Organismes de placement collectif

Les organismes de placement collectif en investissement socialement responsable ont été examinés, en termes de fonds existants et de volume, aux points 7.1. et 7.2. supra. Nous invitons le lecteur à s'y référer.

Notons cependant qu'il faut distinguer les investisseurs institutionnels au sens strict, tels que définis au chapitre 6 du présent rapport, et les asset managers. Ces derniers ne sont pas, à proprement parler, des institutionnels mais ils sont mandatés par eux et ils ont créé des fonds d'investissement, qui sont assimilés à des investisseurs institutionnels.

Pour autant, ils sont actifs sur le marché de l'ISR en Belgique : ils ont été les premiers (KBC AM et Dexia AM en tête) à s'engager dans l'ISR, ils créent de nombreux fonds ISR, ils s'engagent lentement sur la voie de l'activisme actionnarial. Ils sont dès lors des acteurs incontournables du marché de l'ISR.

Or, certains asset managers hésitent à lancer de nouveaux fonds: en effet, deux des asset managers interrogés dans le cadre de la présente étude ont indiqué que leurs enquêtes, en interne ou auprès de leurs clients institutionnels, relatives au lancement éventuel d'une nouvelle sicav socialement responsable s'étaient soldées par une décision négative.

Est-ce à dire que leurs clients se désintéressent de l'ISR ? Non, car les asset managers sont régulièrement approchés par des institutionnels qui désirent davantage d'informations sur le sujet. D'autre part, les volumes ISR examinés au point 7.2. prouvent effectivement l'intérêt croissant des professionnels pour ce sujet. Nous pensons donc que cette distanciation par rapport aux fonds prouve la volonté des investisseurs institutionnels de disposer de produits sur mesure tels que via les mandats discrétionnaires.

Les fonds de pension

La Belgique compte plus de 300 fonds de pension actifs, contrôlés par la CBFA (Commission bancaire, financière et d'assurances), pour un capital total de 10,8 milliards d'euros¹⁹. Selon l'ABFP (Association Belge des Fonds de Pension), 22 d'entre eux seulement ont des actifs supérieurs à 100 millions d'euros et sont, par conséquent, suffisamment importants pour gérer eux-mêmes les actifs du fonds. Les autres, la grande majorité, délèguent cette tâche à un ou plusieurs asset managers.

¹⁹ Selon les chiffres publiés par la Banque Nationale de Belgique en novembre 2004.

La taille réduite de nombreux fonds de pension signifie que le recours aux OPC est répandu. Ainsi, selon l'ABFP, 76,8% des actifs des fonds de pension étaient investi en OPCVM fin 2004, les 25% restants représentant des mandats, principalement en actions et obligations.

La part d'investissements socialement responsables est encore très réduite au sein des fonds de pensions (moins de 1%). Pourtant, selon notre enquête, le sujet est récurrent lors des conférences sectorielles et est abordé dans les conseils d'administration. Le passage à l'acte se fait pourtant attendre. Pourquoi ? Trois facteurs entrent en ligne de compte :

- Les fonds de pension doivent avant tout assurer des pensions futures. Leur objectif premier est donc le *rendement*. Or les fonds de pension, dans leur grande majorité, n'ont pas encore tranché la question de l'impact de l'ISR sur les résultats à court, moyen et long termes des fonds. Nous y reviendrons au chapitre 9.3.
- Le conseil d'administration d'un fonds de pension examine, en fin d'année, le résultat du fonds, en tenant compte de sa rentabilité mais aussi de ses obligations légales. Ainsi, le fonds de pension doit obéir aux *règles prudentielles* imposées par la CBFA, à savoir l'obligation de placer les avoirs de façon prudente, diversifiée, qualitative et permettant d'assurer la liquidité. A ces critères, les fonds eux-mêmes ajoutent souvent celui de la gestion 'en bon père de famille'. C'est à ce niveau que peut intervenir l'ISR.
- Les fonds de pension sont généralement 'risk averse'. Or le climat boursier morose de ces dernières années et la *garantie de rendement* malgré la faiblesse des taux actuels contraignent les gestionnaires de fonds à une prise de risque accrue dans l'espoir d'augmenter le rendement du fonds.

Face à ces obligations de rentabilité, de règles prudentielles et de garantie, l'ISR est souvent considéré comme une contrainte ou un risque supplémentaire. Si bien que les fonds de pension tenant compte des critères socialement responsables dans la gestion de leurs actifs forment encore une minorité.

D'autre part, parmi les rares fonds de pension à s'engager dans l'ISR, la plupart se limitent à adopter une attitude d'exclusion de certaines activités ou secteurs.

Si l'on considère le filtrage positif uniquement, l'investissement socialement responsable demeure marginal par rapport au total des actifs gérés par les fonds de pension en Belgique.

Compagnies d'assurances

Le monde de l'assurance demeure encore très peu ouvert à l'ISR. Néanmoins, à l'instar des fonds de pension, les compagnies d'assurances commencent à s'intéresser à l'investissement socialement responsable.

Ainsi, comme le démontre la figure 17, neuf fonds de la branche 23 ont vu le jour depuis l'an 2000.

Figure 17 – Fonds d'assurances ISR en Belgique

Fonds d'assurances - branche 23		Classe d'actifs			Année de constitution
Promoteur	Nom du fonds	Actions	Obligations	Mixed	
Axa	Axa Life Ethical Equities Europe	•			2001
Delta Lloyd Life	Ohra Milieutechnologie	•			2000
	Ohra New Energy	•			2000
Dexia	Dexia Life Values Defensive		•		2002
	Dexia Life Values Low			•	2002
	Dexia Life Values Medium			•	2002
	Dexia Life Values High			•	2002
	Dexia Life Values Dynamic	•			2002
Ethias Assurance	Ethico Invest			•	2004

Source : RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF

Par rapport à ces fonds, précisons que les fonds ISR proposés par Delta Lloyd Life / Ohra sont des fonds sectoriels. L'appartenance au secteur des énergies renouvelables est une condition suffisante pour être considéré comme fonds ISR²⁰.

Notons également que les cinq fonds Dexia Life Values remplacent les trois fonds Open Life Values Fund (Schubert, Strauss et Stravinsky), lesquels existent toujours mais ont été fermés.

Globalement, nous assistons à la même progression que dans les fonds de pension, à savoir que certaines compagnies d'assurances commencent à introduire des critères d'exclusion dans la gestion de leurs actifs.

C'est notamment le cas de KBC Assurances²¹, dont le portefeuille atteignait 14 milliards d'euros fin 2004 et qui s'est récemment engagé à exclure de ces portefeuille d'investissement six sociétés actives dans la production d'armes controversées (mines antipersonnel, bombes à fragmentation, bombes à

²⁰ RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF, BAYOT Bernard, DEMOUSTIEZ Alexandra – *L'investissement socialement responsable en Belgique – rapport 2004* - juin 2004, page 88.

²¹ Cette décision ne se limite pas à la branche 'Assurances' du groupe KBC mais s'étend à la quasi totalité des activités du groupe. Cfr. Chapitre 3.1. note 10.

uranium appauvri, armes biologiques et chimiques) : Singapore Technologies Engineering, Raytheon, Lockheed Martin, Thales, EADS et ATK.

C'est également le cas de Dexia Groupe qui a, quant à lui, lancé 'Portfolio 21', un système de gestion ISR unidimensionnel qui assure à ses membres une gestion de leur portefeuille d'investissement respectueuse des droits de l'homme tels que définis dans les conventions de base de l'Organisation Internationale du Travail (OIT)²².

Congrégations religieuses, fondations et ONG

Les fondations et ONG sont peu présentes dans les OPC socialement responsables. Non qu'elles se désintéressent de l'ISR mais plutôt en raison de leur structure financière. Elles se financent, en effet, via les cotisations de leurs membres, les dons et les subsides et seules les plus importantes disposent de capitaux à placer. Pour ce faire, elles opèrent plutôt au travers d'investissements éthiques et solidaires (IES ou capital solidaire) ou de comptes d'épargne, éventuellement éthiques auprès de la banque Triodos, davantage qu'au travers de fonds de placement. Notons toutefois que la banque Triodos a enregistré une croissance des avoirs investis par les ONG mais il s'agit d'un impact dû au tsunami qui a frappé l'Asie le 26 décembre dernier.

Quant aux congrégations religieuses, leur fonctionnement diffère de celui des fondations et des ONG car elles disposent généralement de capitaux à investir à long terme. Pour ce faire, elles peuvent placer leurs avoirs en investissement éthique et solidaire (IES ou capital solidaire) mais surtout, elles travaillent avec des asset managers auxquels elles confient des mandats ou qui investissent pour elles via les OPC.

En ce sens, leur objectif est similaire à celui des fonds de pension : elles doivent assurer la pérennité de leurs capitaux. La rentabilité de leurs investissements s'avère dès lors essentielle. C'est pourquoi la majorité des congrégations religieuses continuent à investir de manière traditionnelle.

Rappelons cependant l'existence, depuis 1999, de la sicav Evangélion et le lancement, en avril de cette année, du fonds KBC Equimax CRC Sustainable, créés à la demande de congrégations religieuses.

²² Cfr. Chapitre 3.1. -note 10

Les pouvoirs publics

Comme mentionné au chapitre 6 du présent rapport, l'Etat, les villes et communes et les organes parastataux ne peuvent être considérés comme investisseurs institutionnels au sens strict du terme.

Il nous semble cependant important de ne pas passer sous silence les initiatives prises par les instances publiques car elles montrent une volonté croissante de s'inscrire dans une démarche socialement responsable et jouent, ce faisant, un rôle de moteur pour l'ISR.

Mentionnons, à ce niveau, quatre initiatives des pouvoirs publics en ISR.

Citons d'abord le Fonds flamand d'Assurance Soins (Vlaams Zorgfonds), organisme d'intérêt public doté de la personnalité morale, qui a été créé en vue de faire face à la croissance des dépenses non médicales suite au vieillissement de la population. Ce fonds place ses capitaux à raison de 10% en actions, 30% en obligations d'entreprises et 60% en obligations d'Etats.

Le 12 novembre 2003, Madame Byttebier, Ministre flamande des Affaires sociales a fait part de sa décision d'investir les réserves du fonds suivant des critères de développement durable. Ainsi, les parties en obligations d'entreprises et en actions, soit 40% du fonds, seront investies en respectant exclusivement le registre d'investissement d'Ethibel.

« A cet effet, Dexia Asset Management a créé et gère le fonds d'actions " SR Paricor E10 " dont l'indice de référence est le " Ethibel Sustainability Index Global for Institutional " (ESIG.I), assez proche de l'allocation géographique et sectorielle de l'indice " MSCI World ". ESIG.I est composé d'actions internationales et comporte uniquement des entreprises reprises dans le registre d'investissement d'Ethibel. Sa spécificité réside dans l'utilisation de multiplicateurs sectoriels qui permettent de réduire fortement les biais sectoriels par rapport aux index classiques. Ces multiplicateurs sont fixés annuellement par le comité de l'index, moyennant acceptation par Ethibel »²³.

Deuxièmement, soulignons la constitution du fonds de pension du Sénat qui a souscrit 30% de son capital dans des OPC éthiques, selon des critères de filtrage positif et 35% en actions d'entreprises portant le label Ethibel, au travers de lignes individuelles.

Troisièmement, notons l'existence du Fonds de l'Economie sociale et durable. Ce Fonds a pour objet toute forme d'interventions, notamment prises de participation ou prêts, au bénéfice d'activités relevant de l'économie sociale et

²³ RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF, BAYOT Bernard, DEMOUSTIEZ Alexandra- *L'investissement socialement responsable en Belgique – rapport 2004* - juin 2004, page 51.

durable. Au moins septante pour cent de ses moyens doivent être investis dans celle-ci. La part de 30 % non investi dans l'économie sociale et durable est investie dans des obligations conformes au label Ethibel.

Enfin, signalons l'initiative récente du Ministre du Budget et des Entreprises publiques, Johan Vande Lanotte, selon laquelle la Loterie Nationale devrait investir plus de 250 millions d'euros en fonds socialement responsables :

- « Dans une première phase, Ethibel examinera la politique d'investissement de la Loterie nationale selon 3 critères préalables et adaptés si nécessaire. Ethibel veillera dorénavant à ce que les investissements de la Loterie nationale qui, indépendamment des besoins de caisse, peuvent s'élever à environ 250 millions EURO, ne soient en aucune manière liés aux entreprises ou pays associés entre autres à la production d'armes, au travail des enfants ou des expériences non obligatoires sur des animaux. »
- Dans une deuxième phase et après une période de transition, la Loterie nationale investira encore uniquement dans un univers éthique, à savoir l'ensemble des activités et l'investissement potentiel qui sont éthiquement justifiés, après examen des différents aspects de l'entrepreneuriat socialement responsable :
 - o la politique sociale (p. ex. infractions graves aux conventions de base de l'OIT, le travail forcé, la discrimination ou des violations de la liberté d'association);
 - o la politique environnementale (p. ex. infractions graves aux législations environnementales, développer des activités nuisibles à l'environnement ou produire des biens pour lesquels il n'existe pas d'autres alternatives disponibles, réalisables et plus écologiques);
 - o la politique éthico-économique (infractions graves à la législation économique telles que la corruption, la concurrence déloyale, etc.).
- L'objectif final de la phase de transition est d'obtenir un label éthique d'Ethibel. »²⁴

Selon nos estimations, les montants engagés par les pouvoirs publics au travers de ces trois instruments ISR s'élèvent à ce jour à 905 millions d'euros répartis entre des placements dans des fonds et des mandats discrétionnaires attribués aux quatre banques principales du pays.

²⁴ <http://www.lotto.be/pages/show.aspx?Culture=fr&pageid=lln/who/etique&cache=33919f2a>

Enfin, bien qu'il ne s'agisse pas de fonds de placement ISR à proprement parler, notons encore qu'une dizaine de villes et communes investissent une partie de leurs surplus de trésorerie en comptes d'épargne éthiques, via la banque Triodos.

7.4. Eléments clés

Les investisseurs institutionnels belges investissent-ils une part croissante de leurs actifs selon une démarche socialement responsable ? Avant de répondre à cette question, trois remarques s'imposent.

Premièrement, les investisseurs institutionnels ont intégré le marché de l'ISR plus tardivement que les particuliers. En effet, les fonds de pension et les compagnies d'assurances, qui forment le cœur des institutionnels, commencent à peine à se tourner vers l'ISR.

Deuxièmement, le marché de l'ISR institutionnel demeure opaque. Peu nombreux furent, en effet, les acteurs prêts à divulguer leurs volumes en toute transparence. Ceci s'explique par une forte concurrence entre les assets managers les plus importants. D'autre part, les institutionnels investissent dans des fonds ISR réservés aux particuliers et inversement, ce qui ne facilite pas la transparence des parts engagées par chacun.

Troisièmement, les volumes dépendent de la définition de l'investissement socialement responsable : selon que l'on considère le filtrage positif ou négatif, les montants pris en compte sont différents. Ainsi, en élargissant la définition de l'ISR pour tenir compte de l'exclusion, le volume augmente de quelques milliards d'euros (sic).

Ces constats posés, nous pouvons affirmer que le marché ISR institutionnel belge connaît une évolution constante:

- Le nombre de fonds ISR institutionnels est en croissance constante puisqu'il en existe aujourd'hui six ont été spécifiquement constitués pour répondre à la demande des professionnels (soit plus de 10% des fonds ISR en Belgique).
- Parallèlement, les investisseurs professionnels traitent de plus en plus au travers de mandats discrétionnaires. Il semble que nous assistions à une évolution du mode d'investissement ISR de la part des institutionnels.
- En termes d'encours, le volume de l'ISR institutionnel augmente aussi constamment puisqu'il s'élève, selon nos estimations, à 1,3 milliards d'euros, investis via des fonds ou des mandats.
- Les instances publiques jouent un rôle de moteur pour l'ISR en Belgique car elles montrent une volonté croissante de s'inscrire dans une démarche socialement responsable.

S'il n'explose pas encore, le marché ISR auprès des institutionnels croît de manière régulière et tend à se professionnaliser. L'arrivée même des investisseurs institutionnels sur ce marché, la constitution de fonds sur mesure et la diversification des classes d'actifs dans les fonds éthiques sont autant d'éléments qui illustrent ce constat.

Dans les prochains chapitres, nous examinerons dans quelle mesure cette professionnalisation du marché de l'investissement socialement responsable a ou non des conséquences sur les critères de sélection, les types de filtrage et la rentabilité de ces investissements.

8. Attitude des investisseurs institutionnels belges face à l'ISR

Objectif : déterminer l'intérêt des investisseurs institutionnels belges pour l'ISR et examiner les raisons qui les poussent à se lancer sur ce marché ou, au contraire, à se limiter aux placements 'traditionnels'.

8.1. Intérêt des investisseurs institutionnels belges pour l'ISR

Nous avons demandé aux investisseurs institutionnels quelle importance leur institution accorde à la responsabilité sociale. Selon les résultats de notre enquête²⁵, contenus dans la figure 18 :

- 20% d'entre eux *ne tiennent pas du tout compte de l'ISR* et n'ont pas l'intention d'y investir dans les prochaines années. Remarquons que, parmi ces institutionnels non engagés dans l'ISR, se trouvait un professionnel ayant placé des capitaux sur ce marché mais désireux d'en sortir.
- 30% considèrent la responsabilité sociale et environnementale comme importante mais *la gèrent selon des normes définies en interne*.
- 50% des investisseurs institutionnels investissent déjà de façon socialement responsable ou ont l'intention de le faire dans les deux prochaines années.

Figure 18 – Attitude des investisseurs institutionnels belges face à la responsabilité sociale

Quelle importance votre institution accorde-t-elle à la responsabilité sociale ?
35.0% votre institution considère la responsabilité sociale comme importante et en applique déjà les normes.
15.0% votre institution considère la responsabilité sociale comme importante et a l'intention d'en appliquer les normes à partir de 2005/2006.
30.0% votre institution considère la responsabilité sociale comme importante mais la gère selon des normes définies en interne.
20.0% votre institution ne tient pas du tout compte de l'ISR et n'a pas l'intention d'y investir dans les prochaines années.

²⁵ Enquête réalisée de février à mai 2005 auprès des investisseurs institutionnels belges via le site www.sripoll.be, en français et en néerlandais.

Source : RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF

Ces résultats rendent compte de l'intérêt des institutionnels pour l'ISR, indépendamment du type de filtrage utilisé, du volume d'investissement socialement responsable par rapport à l'ensemble du portefeuille ou de la durée d'engagement dans ce marché. Ainsi, sont ici mis sur pied d'égalité les institutionnels investissant un encours réduit en ISR et ceux qui placent l'entièreté de leurs capitaux selon des critères sociaux et environnementaux ; ceux investissant dans des fonds de la première génération et ceux impliqués dans des fonds de la quatrième génération ; ceux engagés dans l'ISR depuis le début des années '90 et ceux prévoyant de se lancer d'ici fin 2006. Ces résultats doivent dès lors être nuancés.

Quand on leur demande quelle partie de leur portefeuille est ou sera gérée de façon socialement responsable, les avis se partagent équitablement entre ceux qui souhaitent maintenir l'ISR dans un marché de niche et ceux qui pensent à l'étendre à l'ensemble de leurs investissements (cfr. Figure 19).

Figure 19 – ISR institutionnel belge : encours réduits ou globaux

Comment votre institution aborde-t-elle (va-t-elle aborder) l'ISR ?

- 18,8% l'ISR est (sera) abordé à *titre expérimental*, testé sur des encours réduits.
- 37,5% l'ISR est (sera) une *niche appliquée à une partie* de vos investissements.
- 12,4% l'ISR est (sera) une *niche amenée à s'étendre à l'ensemble* de vos investissements.
- 31,3% l'ISR s'étend (sera étendu) à *l'ensemble* de vos investissements.

Source : RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF

En effet, 56,3% des investisseurs institutionnels abordent l'ISR à titre expérimental sur des encours réduits ou l'appliquent à une partie restreinte de leurs investissements. Il s'agit, logiquement, d'institutionnels qui ont fait leurs premiers pas dans le marché de l'ISR ces dernières années ou qui ont l'intention de se lancer à court terme.

D'autre part, 43,7% des institutionnels estiment que l'ISR sera étendu à l'ensemble de leurs investissements. Parmi les professionnels qui ont répondu de la sorte, nous trouvons une majorité d'asset managers qui ont placé des capitaux selon des critères socialement responsables depuis plus de cinq ans, si bien que leur expérience du marché, couplée à la demande croissante de leurs clients institutionnels les pousse à s'engager davantage sur ce marché.

En outre, les investisseurs institutionnels qui annoncent une gestion de l'intégralité de leurs actifs de façon socialement responsable, le font selon des normes définies en interne ou selon le principe de l'exclusion de certaines

activités. Or, rappelons que, selon les règles d'usage européennes, le filtrage négatif ne constitue pas à lui seul une condition suffisante pour considérer un investissement, et a fortiori un portefeuille, comme socialement responsable (cfr. Chapitre 1 supra). Auprès de ces professionnels, l'investissement socialement responsable s'applique donc à l'ensemble du portefeuille mais selon un filtrage peu contraignant. Il s'agit majoritairement de fonds de pension, compagnies d'assurances et congrégations religieuses.

Par ailleurs, l'information des investisseurs institutionnels quant à l'ISR pose question. En effet, plus de 60% des institutionnels s'estiment mal informés au moment de se lancer sur le marché de l'ISR. Nous y reviendrons. Pour dissiper leurs doutes, plus d'un tiers d'entre eux (36,3%) souhaiteraient pouvoir participer à des demi-journées d'étude sur des sujets propres à l'ISR (filtrage, activisme actionnarial, etc.), comme le démontre la figure 20.

Figure 20 – Outils d'information recherchés par les institutionnels belges

Parmi les outils suivants, lesquels souhaiteriez-vous pouvoir utiliser pour dissiper vos doutes en matière d'ISR ?

- 36,3% des demi-journées d'étude sur des sujets propres à l'ISR (filtrage, activisme actionnarial, ...).
- 9,1% une journée d'échange d'expériences avec des fonds étrangers.
- 13,6% un forum de discussion avec les fonds belges.
- 18,2% un forum d'une journée vous permettant de rencontrer 5 agences de notation extra financière.
- 13,7% une discussion confidentielle avec une société de screening.
- 9,1 % le screening de votre portefeuille d'actifs pour un premier conseil, pour un prix forfaitaire.

Source : RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF

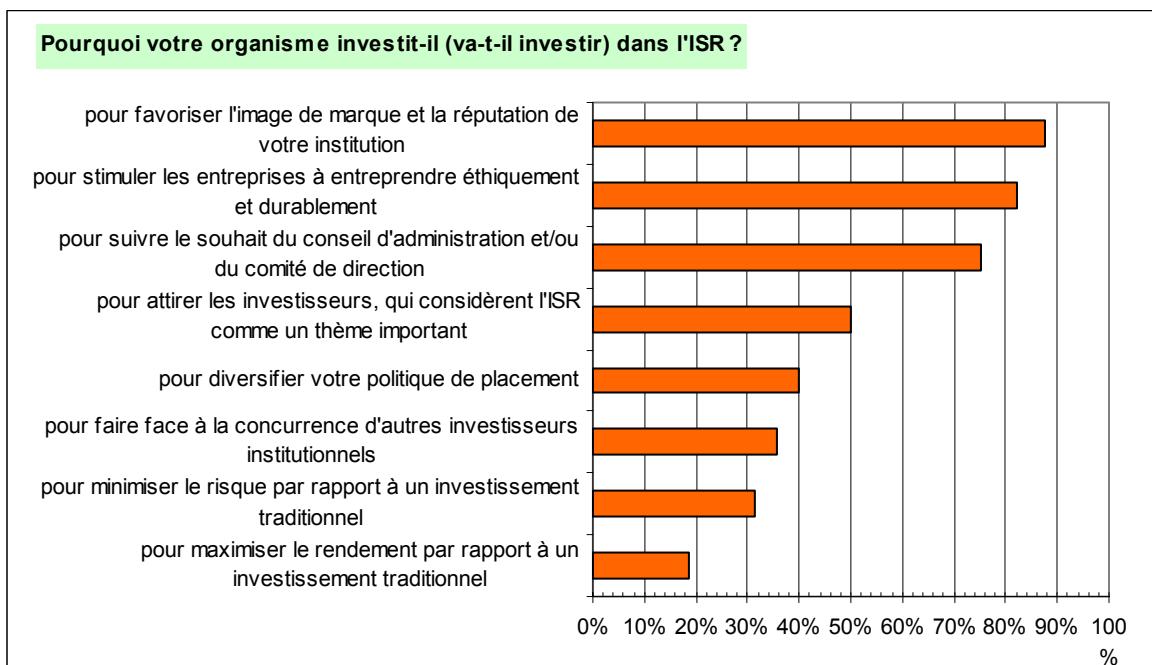
41% des professionnels accueilleraient positivement une rencontre avec une ou plusieurs agence de notation extra financière, que ce soit via un forum ouvert, au travers d'une discussion confidentielle, voire du screening de leur portefeuille d'actifs.

Enfin, près d'un investisseur institutionnel sur quatre (22,7%) envisagerait volontiers une discussion ou un échange d'expériences avec des fonds ISR, belges ou étrangers.

8.2. Freins et motivations des investisseurs institutionnels belges face à l'ISR

La stratégie commerciale et l'éthique, davantage que la politique financière, incitent les institutionnels belges à investir selon des critères sociaux et environnementaux (cfr. Figure 21).

Figure 21 – Motivations des investisseurs institutionnels belges face à l'ISR



Source : RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF

Ainsi, 87,5% des institutionnels s'engagent dans l'ISR pour favoriser l'image de marque et la réputation de leur institution. Par ailleurs, leur volonté de stimuler les entreprises à entreprendre de manière socialement responsable constitue un facteur essentiel de motivation à l'ISR pour 82,4% des professionnels interrogés.

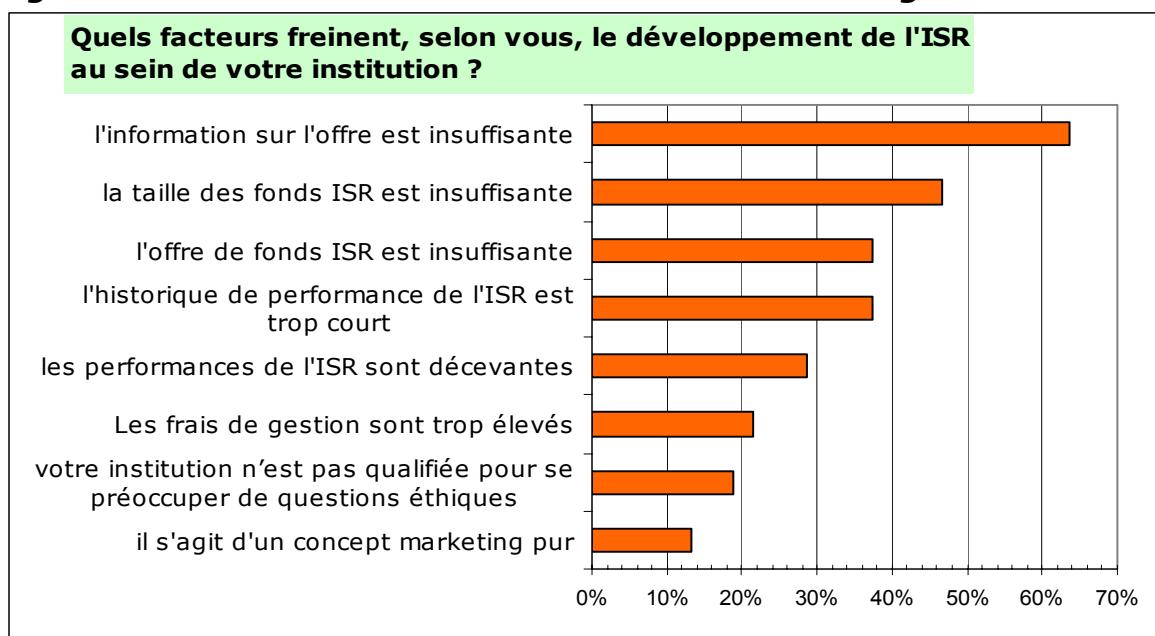
Le rôle des conseils d'administration et des comités de direction est ici primordial : dans trois-quarts des cas, ils sont en effet les instigateurs de la politique d'investissement socialement responsable. Par contre, il ressort clairement de nos entretiens que les gestionnaires de fonds, c'est-à-dire les 'techniciens', ne sont pas enthousiastes face à l'ISR : celui-ci constitue en effet à leurs yeux moins une nouvelle opportunité qu'une contrainte supplémentaire.

En effet, l'ISR n'est pas considéré comme une alternative d'allocation des ressources ; ce n'est pas pour des raisons financières de rentabilité ou de gestion du risque que les institutionnels s'engagent dans l'ISR. Ainsi, moins d'un tiers des institutionnels attendent que l'ISR participe à la minimisation du risque par rapport à un investissement traditionnel et moins d'un professionnel sur cinq compte améliorer le rendement de ses actifs grâce à l'investissement socialement responsable.

Notons cependant, et sans surprise, que les motivations des asset managers peuvent différer quelque peu de celles des institutionnels. En effet, à la question 'investissez-vous en ISR pour attirer les investisseurs ?', les asset managers ont clairement répondu par l'affirmative, contrairement aux institutionnels tels que les fonds de pension, compagnies d'assurances, pouvoirs publics, congrégations religieuses, etc. De même, la décision d'investir en placements socialement responsables est davantage motivée, de la part des asset managers, par la diversification de leur politique de placements (autrement dit dans leur offre de produits d'investissement) et par la réaction face à la concurrence.

A l'instar de ce que nous avons observé au travers de la figure 21, la figure 22 démontre que l'éthique est un facteur majeur qui pousse les institutionnels à s'engager dans l'ISR : 81,3% des institutionnels marquent leur désaccord face à la proposition selon laquelle leur institution n'est pas qualifiée pour se préoccuper de questions éthiques.

Figure 22 – Freins des investisseurs institutionnels belges face à l'ISR



Source : RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF

86,7% des professionnels interrogés considèrent que l'investissement socialement responsable n'est pas un concept marketing pur : ils sont donc prêts à l'utiliser pour favoriser leur image de marque mais à condition que l'élément éthique soit présent.

Si les institutionnels n'investissent pas en ISR pour des questions purement financières, ils demeurent toutefois pragmatiques. Ainsi, si la taille et l'offre des fonds ISR peut être améliorée, ces éléments ne sont pas considérés comme des entraves aux placements selon les critères de responsabilité sociale. Notons à cet égard, et logiquement, que les asset managers marquent généralement leur désaccord avec l'affirmation selon laquelle l'offre de fonds ISR est insuffisante.

En termes de performance, près de trois-quarts des institutionnels interrogés estiment que la rentabilité de l'ISR est satisfaisante.

Les frais de gestion liés à l'ISR ne posent pas problème non plus. Pourtant, les gestionnaires de fonds estiment que le filtrage entraîne un coût de 15 à 16 bp (points de base), qui se répercute sur la rentabilité du fonds. Mais les institutionnels, dans leur majorité, estiment que ces dépenses sont 'amorties' du fait de la valeur ajoutée qu'apporte l'analyse extra financière.

Lorsque l'on demande aux institutionnels quels sont les freins au développement de l'investissement socialement responsable au sein de leur organisation, le seul élément qui ressort indubitablement est le manque d'information sur l'offre de produits ISR.

Parmi ceux qui désirent obtenir davantage d'information en la matière, se trouvent, sans surprise, une majorité d'investisseurs institutionnels qui n'ont pas encore investi de façon socialement responsable ou qui commencent à peine à pénétrer ce marché.

Pourtant tous les asset managers rencontrés estiment passer un temps considérable à informer leurs clients institutionnels. Par ailleurs, des associations professionnelles, telles que la BeAMA (Belgian Asset Managers Association), le Belsif, Ethibel, Netwerk Vlaanderen ou le RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF, ont fait quelques efforts pour organiser des conférences, séminaires, sessions d'informations, pour rassembler les données, compiler les chiffres, transmettre l'information.

Sans remettre en question la quantité ni la qualité des renseignements fournis, il faut admettre qu'elle ne répond pas suffisamment à la demande de la majorité des institutionnels. On peut se demander pourquoi. Nos entretiens nous permettent de formuler l'hypothèse suivante : l'idée de l'ISR fait son chemin et les institutionnels désirent une information sur mesure.

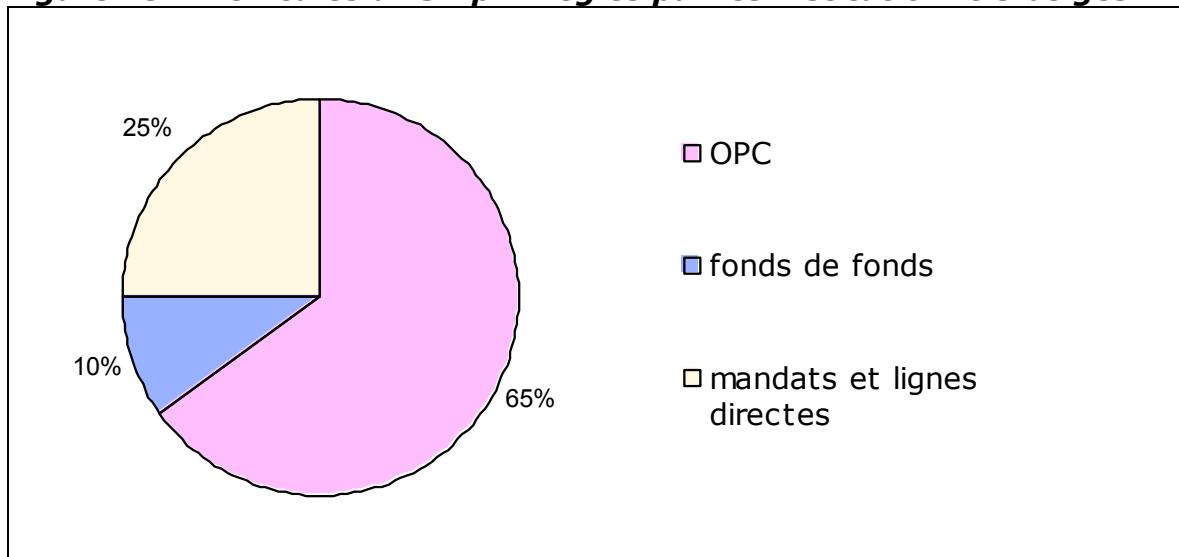
Ainsi, le contenu de l'information doit d'abord être adapté au niveau de connaissance de l'ISR de l'institutionnel : selon qu'il se penche sur la question pour la première fois ou qu'il soit prêt à investir ses capitaux, l'institutionnel attendra une information différente qui pourra prendre la forme d'une explication, d'un conseil, voire d'une analyse de portefeuille.

En outre, cette information sera ciblée en fonction du profil de l'institutionnel : les compagnies d'assurances et les congrégations religieuses ne poursuivent pas nécessairement les mêmes objectifs financiers et leurs contraintes fiscales et légales diffèrent largement. Enfin, les investisseurs institutionnels apprécieront de recevoir l'information souhaitée au moment précis où ils en ont besoin. Bref, l'institutionnel recherche une information 'sur mesure'.

8.3. Types d'investissements privilégiés par les investisseurs institutionnels belges en matière d'ISR

Pour leurs investissements socialement responsables, les investisseurs institutionnels belges placent principalement leurs capitaux au travers des véhicules d'investissement suivants :

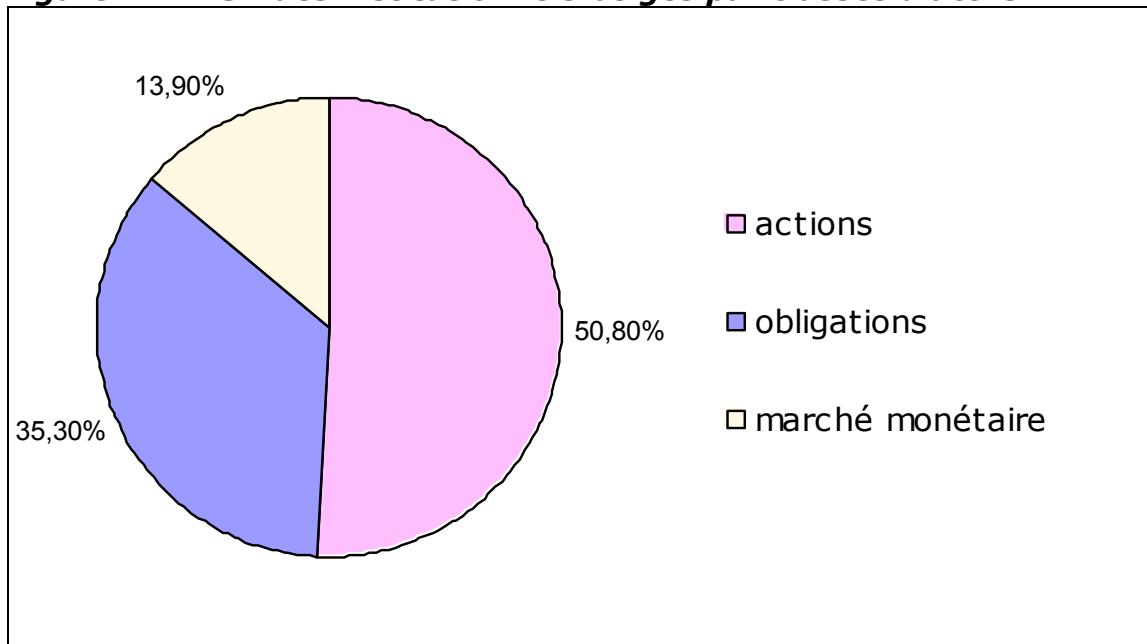
Figure 23 – Véhicules d'ISR privilégiés par les institutionnels belges



Source : RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF

La figure 24 nous montre quelles classes d'actifs les investisseurs institutionnels belges privilégient pour leurs investissements socialement responsables.

Figure 24 – ISR des institutionnels belges par classes d'actifs



Source : RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF

Ces tableaux tendent à démontrer que les institutionnels belges investissent leurs capitaux dans des classes d'actifs selon une répartition similaire à celle de leurs investissements traditionnels.

Ainsi, selon une étude récente de l'Association Belge des Fonds de Pension (ABFP) basée sur les chiffres de fin 2004, « les actifs gérés au travers d'OPCVM atteignent à présent 76,8% du total des actifs [des fonds de pensions belges – ISR et investissements traditionnels confondus] ».²⁶ D'autre part, selon la même source, les actions représentent 43,7% des actifs globalisés, contre 39,9% pour les obligations et 7,2% pour l'immobilier.

En outre, il ressort de l'enquête que les institutionnels mettent surtout l'accent sur les actions de la zone Europe, avec 21,3% des actifs investis en ISR (voir figure 25) - soit 42% du total des montants ISR investis en actions-, tandis que les actions des zones Etats-Unis et Asie représentent une part relativement moins importante des placements institutionnels.

²⁶ Belgian schemes boost UCITS investments – Investment and Pensions Europe – IPE.com – 15 juin 2005.

Figure 25 - ISR des institutionnels par classes d'actifs – détails

actions de la zone <i>Europe</i>	21.3%
marché <i>monétaire</i>	13.9%
obligations émises par les <i>entreprises privées</i>	12.3%
obligations émises par les institutions <i>supra nationales</i>	11.6%
actions <i>belges</i>	11.5%
obligations <i>d'Etats</i>	11.4%
actions de la zone <i>Etats-Unis</i>	9.9%
actions de la zone <i>Asie</i>	8.1%

Source : RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF

Quant au marché obligataire socialement responsable des institutionnels belges, il se répartit de manière très équitable entre la dette privée, les obligations d'Etats et celles des organisations supra nationales (cfr. Figure 25).

Notons également que le marché monétaire est investi notamment par les villes et communes qui y placent une partie de leurs surplus de trésorerie à (très) court terme.

8.4. Eléments clés

Un investisseur institutionnel belge sur deux marque un intérêt pour l'ISR ; soit qu'il investisse déjà de façon socialement responsable (ne serait-ce qu'à titre expérimental), soit qu'il ait l'intention de franchir le pas dans les deux prochaines années.

Cette observation appelle deux réflexions. D'abord, les institutionnels belges investissent surtout pour valoriser l'image et la réputation de leur institution et attirer les investisseurs. Pour autant, l'aspect éthique n'est pas absent de leur démarche puisqu'ils refusent de considérer l'ISR comme un outil purement marketing. L'optimisme est donc permis.

Ensuite, si les institutionnels belges se disent prêts à investir en valeurs socialement responsables, c'est parce qu'ils sont poussés par leur conseil d'administration. Il importe néanmoins que les résultats financiers n'en souffrent pas. La tâche des gestionnaires de fonds en est rendue plus complexe. C'est probablement ce qui explique que la moitié d'entre eux demeurent frileux face à l'ISR et désirent le maintenir dans un marché niche. D'autre part, leur sentiment de manquer d'information reflète un certain manque d'assurance face à un marché somme toute encore en évolution.

Dès lors, il importe d'analyser l'impact de l'ISR sur la composition et la performance d'un portefeuille d'actifs. Nous nous y attacherons au chapitre suivant.

9. Outils ISR à la disposition des investisseurs institutionnels belges

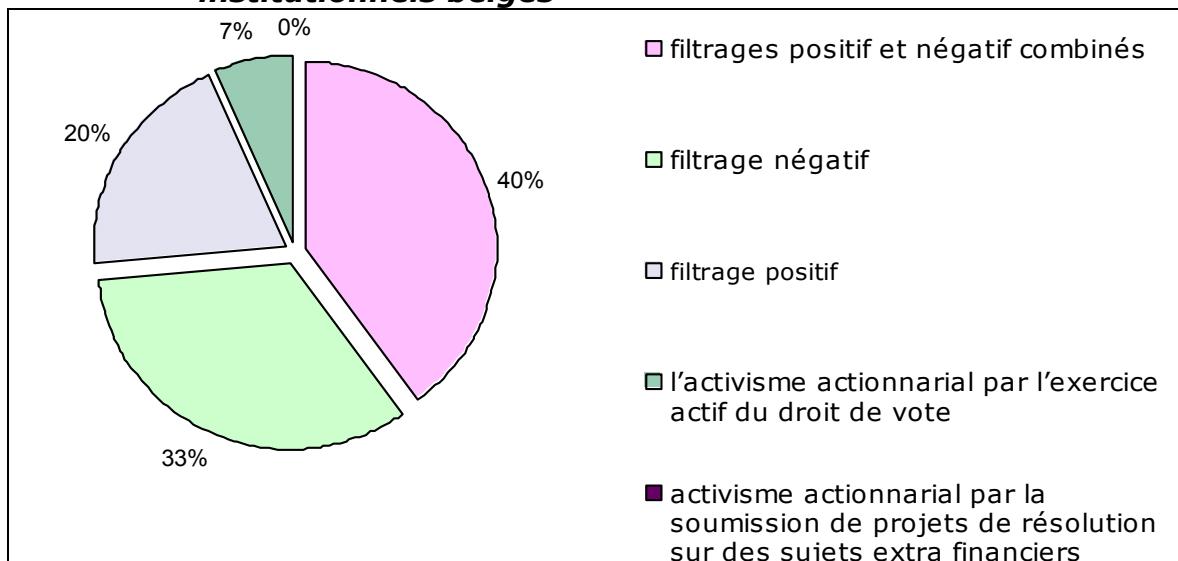
Objectif : identifier les approches ISR privilégiées par les investisseurs institutionnels belges, leur impact sur la composition et la performance du portefeuille d'actifs pour définir s'il y a compatibilité entre les obligations des investisseurs institutionnels et l'ISR.

9.1. Approches ISR privilégiées par les investisseurs institutionnels belges

Le lecteur se référera au premier chapitre du présent rapport pour la définition et les modalités de fonctionnement des différentes approches de l'investissement socialement responsable. Nous nous attacherons ici plus particulièrement, non plus à la théorie, mais à la pratique des institutionnels belges.

La figure 26 nous éclaire sur la façon dont les investisseurs institutionnels belges abordent l'investissement socialement responsable.

Figure 26 – Approches ISR utilisées par les investisseurs institutionnels belges



Source : RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF

Les investisseurs professionnels travaillent surtout sur base de l'approche 'core ISR', la plus complète puisqu'elle associe les critères positifs ('best in class') à un mécanisme d'exclusion. Cette combinaison est utilisée par 40% des investisseurs professionnels interrogés. Par contre, le filtrage positif n'est utilisé seul que par un institutionnel sur cinq.

Le filtrage positif, seul ou combiné, semble avoir la préférence des institutionnels développant une compétence en investissement socialement responsable depuis quelques années.

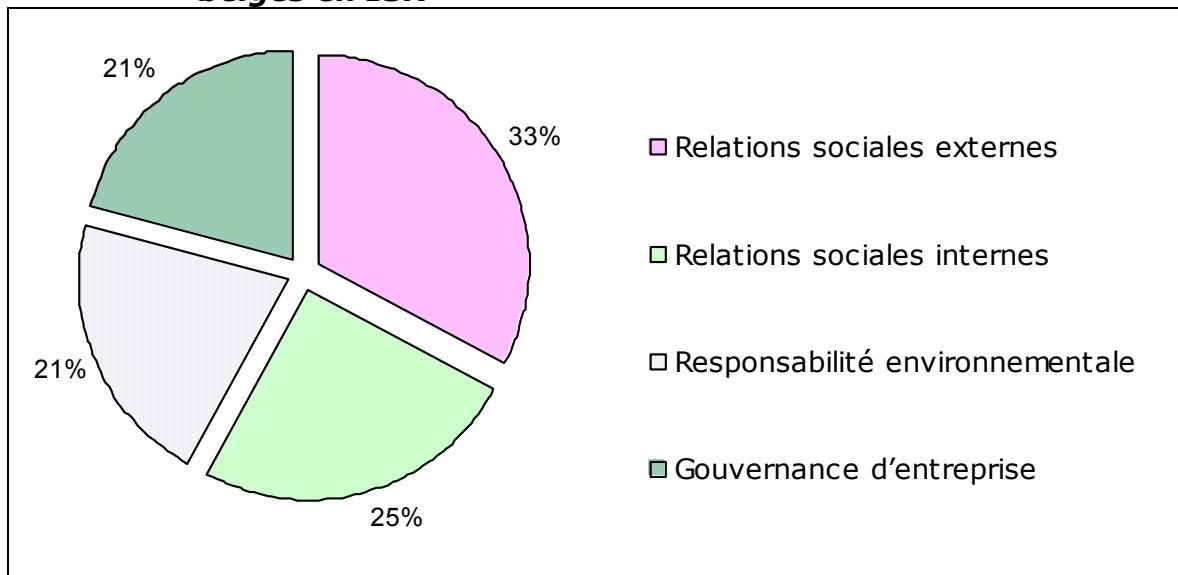
A l'inverse, le filtrage négatif constitue généralement une première étape dans l'ISR. Il est, en effet, principalement utilisé par les institutionnels qui investissent depuis peu de façon socialement responsable, notamment les fonds de pension et les compagnies d'assurance. Ainsi, un investisseur institutionnel sur trois engagés dans l'ISR utilise le mécanisme d'exclusion des entreprises et/ou des secteurs dont les activités sont en opposition avec le développement durable (tabac, armement, pratiques controversées,...).

Par contre, l'activisme actionnarial, n'a pas, à ce jour, remporté un franc succès auprès des professionnels de la finance puisque 6,6% d'entre eux seulement peuvent se targuer d'exercer leur droit de vote lors des assemblées générales.

En outre, il est ressorti de nos entretiens avec les professionnels qu'ils investissent également plus volontiers en ISR s'ils peuvent travailler 'sur mesure', c'est-à-dire à condition de se voir offrir la possibilité d'envisager l'ISR sous un angle unidimensionnel : dans ce cas, ils tiennent compte uniquement d'un seul critère extra financier (relations sociales ou responsabilité environnementale ou gouvernance d'entreprise) lors du filtrage positif 'best in class'.

La majorité des investisseurs institutionnels ont recours au filtrage positif. Il est dès lors pertinent d'examiner les aspects du développement durable qui entrent prioritairement en ligne de compte dans la gestion de leurs fonds ISR (cfr. Figure 27).

Figure 27 - Domaines d'intervention des investisseurs institutionnels belges en ISR



Source : RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF

D'une manière générale, les quatre aspects de l'ISR retiennent l'attention des investisseurs institutionnels belges de façon assez similaire : la répartition des pourcentages entre les quatre catégories est relativement équitable.

Toutefois, le bon fonctionnement des relations sociales s'avère la priorité des investisseurs institutionnels, puisque ce domaine (relations sociales internes et externes confondues) retient l'attention particulière de plus de 58 % des professionnels interrogés.

Les investisseurs institutionnels marquent une légère préférence pour les problèmes de relations sociales externes, c'est-à-dire sur la façon dont l'entreprise interagit avec son environnement au sens large pour « un développement durable, écologique et humainement digne de la société »²⁷.

En effet, près d'un tiers des professionnels interrogés notent leur intérêt pour des problématiques telles que l'impact d'activités, technologies et *pratiques commerciales controversées* ; le respect des *droits de l'Homme* et de l'enfant ; l'implication dans des *projets de soutien* aux pays en voie de développement ; etc.

Ensuite, les institutionnels se sentent plutôt concernés par les relations sociales internes, qui obtiennent plus de 25% des résultats. Il s'agit ici des conditions de travail au sens large.

²⁷ ETHIBEL - Mesurer la durabilité: le schéma d'évaluation d'Ethibel – in http://www.ethibel.be/subs_f2_label/sub2_2.html

La responsabilité environnementale, qui « examine l'organisation interne complète et la chaîne de production »²⁸, semble moins intéresser les investisseurs institutionnels puisqu'elle n'obtient que 21,3% des résultats.

Enfin, les problématiques liées à la gouvernance d'entreprise réalisent un score de 20,7%. « Ici, l'étude se concentre sur les aspects éthiques de la politique économique de l'entreprise »²⁹, telles que le respect des obligations contractuelles de l'entreprise, ses relations avec ses 'stakeholders' (clients, fournisseurs, actionnaires, pouvoirs publics et autres parties prenantes), les procédures de contrôle interne, etc.

L'examen plus détaillé des réponses des investisseurs institutionnels permet de mettre en lumière les aspects de la responsabilité sociale qu'ils considèrent comme prioritaires (cfr. Figure 28).

Le respect des droits de l'homme arrive en tête de classement et constitue donc, pour les investisseurs institutionnels belges, la caractéristique essentielle de la définition de l'éthique.

L'impact des activités controversées et l'impact des technologies et pratiques commerciales controversées montent respectivement sur les deuxième et troisième marches du podium.

²⁸ ETHIBEL - *Mesurer la durabilité: le schéma d'évaluation d'Ethibel* – in http://www.ethibel.be/subs_f2_label/sub2_2.html

²⁹ id.

Figure 28 - Top 10 des aspects de la responsabilité sociale prioritaires pour les investisseurs institutionnels belges

1	respect des droits de l'Homme et de l'enfant	relations sociales externes
2	impact des activités controversées (nucléaire, armement, tabac, alcool, pornographie, fourrure, ...)	relations sociales externes
3	impact des technologies et pratiques commerciales controversées (tests sur les animaux, OGM, concurrence déloyale, publicité mensongère, ...)	relations sociales externes
4	conditions de travail (sécurité, maladies, gestion du stress, ...)	relations sociales internes
5	amélioration du management environnemental (respect des normes légales, exigences environnementales vis-à-vis des fournisseurs et sous-traitants, certification, ...)	responsabilité environnementale
6	transparence vis-à-vis du public	relations sociales
7	politique d'emploi (création d'emplois, stabilité, qualité de l'emploi,...)	relations sociales internes
8	relations avec les actionnaires (prise en compte des intérêts des actionnaires, information, ...)	gouvernance d'entreprise
9	attitude face au cadre juridique et fiscal (fraude, concurrence déloyale, ...)	gouvernance d'entreprise
10	impact environnemental lors du processus de production (émissions de gaz à effet de serre, énergies renouvelables, consommation d'eau, déchets industriels,...)	responsabilité environnementale

Source : RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF

Or, ces éléments forment les principaux facteurs pris en compte dans les mécanismes d'exclusion lors de la composition d'un portefeuille ISR.

Ce point rejoint un enseignement ressortant de l'enquête (cfr. Figure 26) et de nos entretiens : les fonds de pension et les compagnies d'assurance qui investissent de façon socialement responsable adoptent, à ce jour, plutôt une attitude d'exclusion de certains secteurs, activités et pratiques commerciales.

9.2. Pertinence de l'analyse extra financière

L'approche de la responsabilité sociale est également analysée par certains comme une approche des risques d'investissement, dans la mesure où une entreprise dont le comportement social et environnemental n'est pas adéquat présente davantage de risques qu'une autre. Nous examinons ici les propriétés essentielles, selon les investisseurs institutionnels belges, susceptibles d'assurer la qualité de l'analyse des risques sociaux, éthiques et environnementaux et, par conséquent, la sélection des valeurs socialement responsables dans un portefeuille ISR.

Ces propriétés sont :

- la transparence de la gestion des investissements socialement responsables ;
- l'indépendance de l'analyse des critères extra financiers ;
- la pertinence des critères extra financiers.

Transparence de la gestion des investissements socialement responsables

La transparence est une des valeurs fondamentales de l'éthique. Elle doit donc, en toute logique, s'appliquer aux entreprises sélectionnées dans un portefeuille d'actifs (dans leurs activités, pratiques commerciales et relations avec les 'stakeholders') mais aussi à la gestion des fonds socialement responsables.

Figure 29 –Importance de la transparence de la gestion ISR selon les investisseurs institutionnels belges

	<i>tout-à-fait d'accord</i>	<i>plutôt d'accord</i>	<i>plutôt pas d'accord</i>	<i>pas du tout d'accord</i>
Votre gestion de fonds socialement responsables se doit d'être transparente vis-à-vis de vos actionnaires, clients et autres stakeholders	69%	31%		
La transparence de la gestion ISR doit être prévue par des dispositions légales pour que les institutions financières s'y engagent	23%	38%	31%	8%
La transparence de la gestion ISR n'est et ne doit pas devenir une obligation pour les institutions financières	7%	21%	36%	36%

Source : RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF

Comme le démontre la figure 29, les institutionnels interrogés s'accordent à l'unanimité sur le fait que les fonds socialement responsables ont une obligation morale de transparence vis-à-vis de leurs 'stakeholders'.

Pour que les institutions financières rendent transparente la gestion des fonds ISR, 61,5% des professionnels estiment que des dispositions légales doivent être prévues. Par ce score, ils prennent une position claire en faveur d'un cadre légal extra financier au même titre qu'il existe déjà cadre légal financier.

Par ailleurs, lorsqu'on leur demande dans quelle mesure ces dispositions légales doivent rendre obligatoire la transparence de la gestion ISR, le taux de réponses positives grimpe à 71,4%. En d'autres termes, traiter la transparence des fonds ISR sur une base volontaire ne semble pas satisfaisante aux yeux des intéressés.

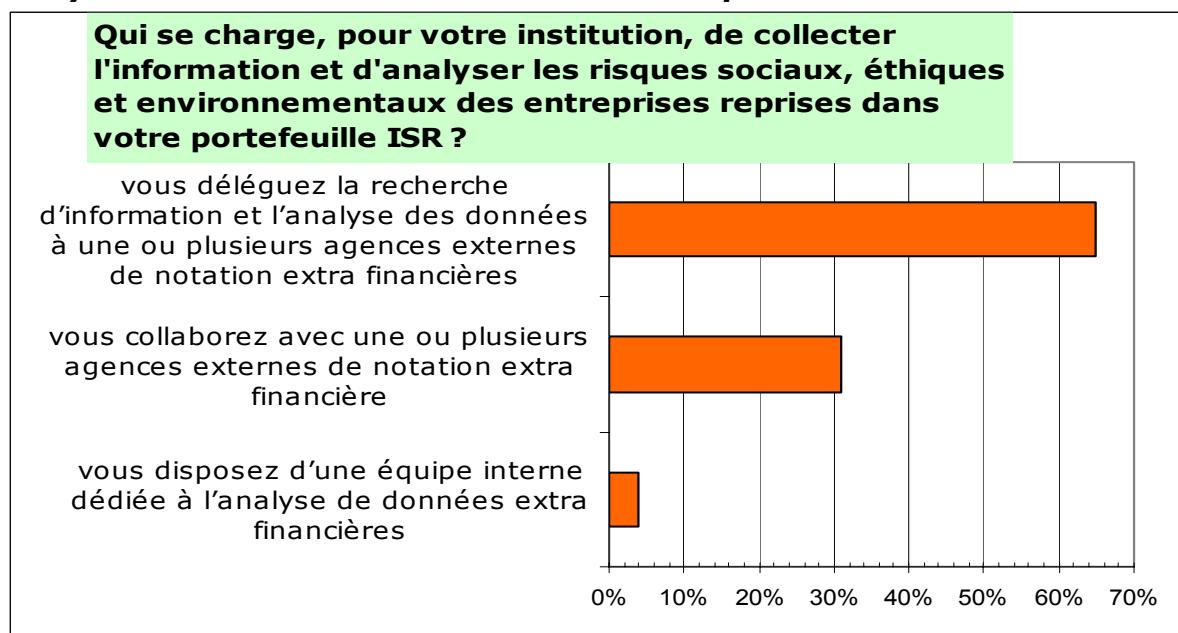
En résumé, les institutionnels belges se prononcent plutôt en faveur de dispositions légales obligatoires. Il s'agit d'un signal fort à l'attention des instances de contrôle et du pouvoir législatif.

Indépendance de l'analyse des données extra financières

Il ressort de notre enquête et de nos entretiens que l'analyse extra financière doit absolument demeurer indépendante sous peine de perdre toute crédibilité.

Pour atteindre cet objectif, une large majorité des professionnels interrogés qui placent les capitaux selon des modalités d'ISR, choisissent de collaborer avec une agence de notation externe (cfr. Figure 30). Seuls 4% d'entre eux disposent d'une équipe interne dédiée à l'analyse des données extra financières.

Figure 30 –Préférence des investisseurs institutionnels belges : analyse interne ou externe des valeurs éthiques



Source : RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF

Pour assurer l'indépendance de la mesure de la responsabilité sociale, les banques qui s'appuient sur le travail d'une équipe interne, telles que KBC et Triodos, font également appel, notamment, aux conseils d'experts issus des secteurs académique, social et environnemental. Notons qu'au sein de KBC l'équipe responsable du filtrage éthique réserve ses services pour un usage exclusivement interne. Pour la banque Triodos, la situation est différente : si leur agence de screening, Triodos Research, a été développée en interne, elle travaille cependant aussi pour des investisseurs institutionnels et des gestionnaires d'actifs externes.

Toutefois, Ethibel Stock at stake demeure l'agence de notation extra financière utilisée et reconnue par la majorité des investisseurs institutionnels belges.

Or, le 16 juin dernier, Ethibel annonçait sa fusion avec l'entreprise française Vigeo. Dans l'actionnariat de cette dernière figurent des entreprises et institutions financières, ce qui risquait de susciter, dans le chef des clients d'Ethibel, quelques craintes quant au maintien de l'indépendance de l'analyse des données extra financières. Conscient de l'importance de l'autonomie de gestion d'Ethibel Stock at stake, Marc Bontemps, directeur général d'Ethibel, a tenu à rassurer ses clients lors de la conférence de presse organisée pour annoncer ce mariage: « Ethibel reste une ASBL tout-à-fait indépendante du groupe Vigeo, gérée par des ONG qui déterminent les critères, les

méthodologies et qui donnent le label. Les clients peuvent être certains qu'il n'y a pas d'interférences à ce niveau ³⁰».

Pertinence de la sélection des valeurs socialement responsables

Les agences de notation extra financière sont, en quelque sorte, les garantes de la qualité des critères de responsabilité sociale. Si cela pose la question de l'indépendance de ces organismes, ainsi que nous venons de l'évoquer, cela entraîne aussi, dans le chef des investisseurs institutionnels, l'examen de leur position face à l'éthique.

Les gros institutionnels, fonds de pension en tête, tiennent à pouvoir déterminer leurs propres standards sociaux, environnementaux et sociétaux. Certains acceptent de placer leurs capitaux dans des entreprises productrices d'énergie nucléaire ; d'autres marquent une différence entre l'investissement dans l'armement pour la défense des Etats, d'une part, et les armes controversées d'autre part ; etc. 'A chacun sa morale', tel pourrait être leur devise.

Or, en faisant appel à l'univers d'investissement des organismes de sélection, ils craignent de perdre leur autonomie de gestion, du moins en partie, et de se voir imposer une certaine vision de l'éthique. Ainsi, quelques uns de nos interlocuteurs issus des fonds de pension considèrent les agences de notation extra financière comme les 'commissaires de l'éthique' et perçoivent cela comme une perte de liberté.

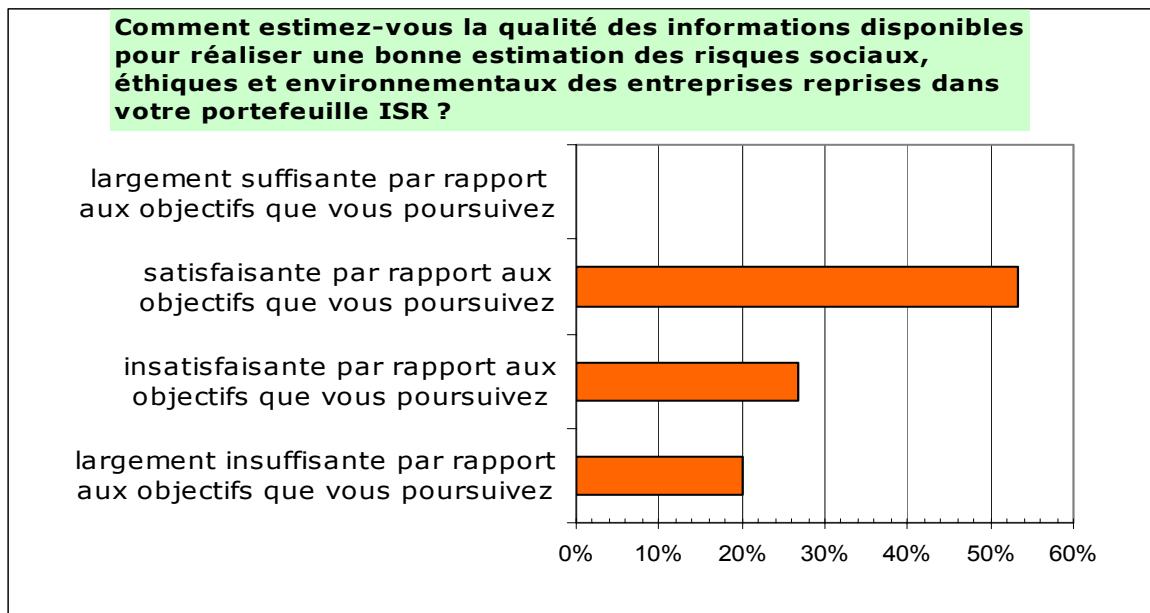
Pour autant, les investisseurs institutionnels belges sont parfaitement conscients que l'information est une clé essentielle à l'investissement socialement responsable. Elle doit leur permettre d'évaluer les risques extra financiers des entreprises et Etats pour les inclure, ou non, dans leur portefeuille de valeurs ISR.

Or, on n'analyse pas de la même manière un fonds socialement responsable investi en actions et un fonds socialement responsable investi en obligations, notamment en obligations d'Etats. Ainsi, si la notation des entreprises s'est développée depuis de nombreuses années, il n'en était pas de même du filtrage des autorités publiques. Les agences de notations se sont dès lors adaptées en examinant également les pays et en les incluant dans leur univers d'investissement.

³⁰ Interview de Marc Bontemps, directeur d'Ethibel - CanalZ – journal télévisé du 16 juin 2005.

D'autre part, l'information sur les valeurs socialement responsables est difficile à analyser (cfr. Figure 31).

Figure 31 – Sentiment des institutionnels face à la qualité de l'information extra financière



Source : RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF

Une courte majorité d'investisseurs institutionnels (53,3%) est satisfaite de la qualité des informations disponibles pour estimer les risques extra financiers des valeurs ISR, sans pour autant que ces informations ne répondent parfaitement à leurs souhaits.

Près de la moitié des professionnels interrogés sont, par contre, insatisfaits des renseignements dont ils disposent pour analyser les actifs de leur portefeuille socialement responsable. En outre, dans la catégorie des professionnels largement insatisfaits, on retrouve une majorité de fonds de pension. Ceci explique peut-être pourquoi ils ne sont que très peu engagés dans l'ISR à ce jour.

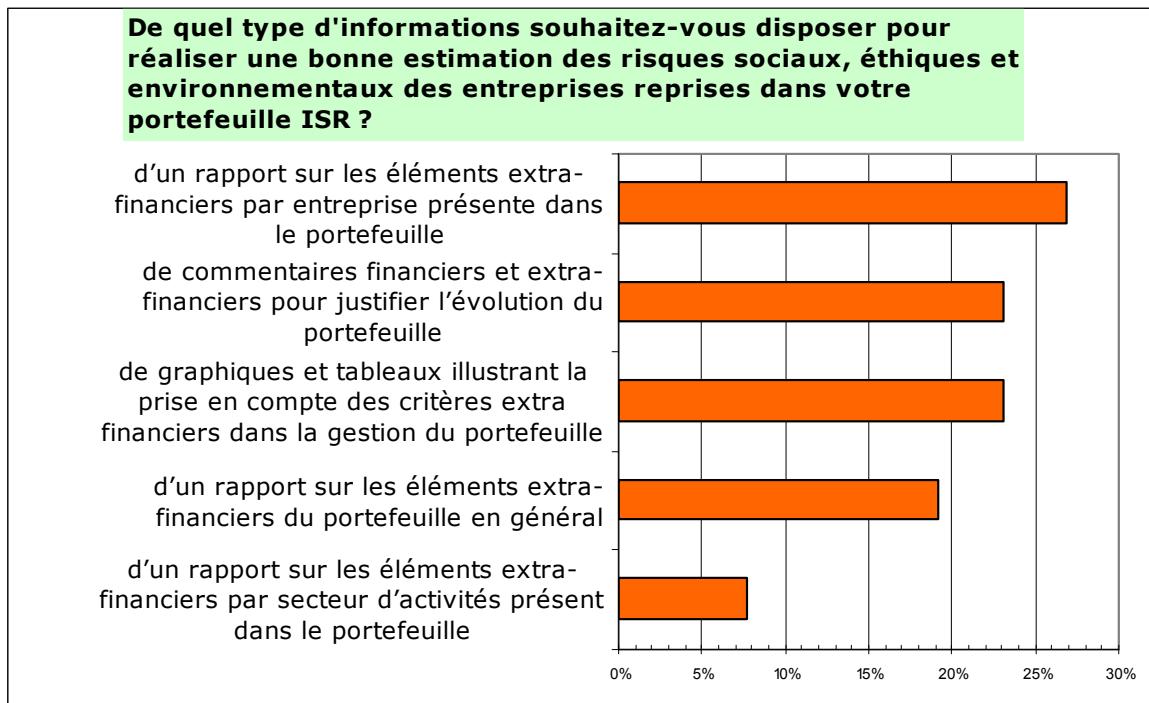
Enfin, il est intéressant de noter qu'aucun professionnel interrogé n'estime que la qualité des informations disponibles pour réaliser une bonne estimation des risques sociaux, éthiques et environnementaux des entreprises reprises dans votre portefeuille ISR n'est *largement suffisante* par rapport à ses objectifs.

Ces chiffres tendent à indiquer que la gestion des données extra financières peut encore s'améliorer. Il est vrai que, pour les critères financiers, les institutionnels disposent de données familières, accessibles, aisément exploitables, objectivées et régulées, alors que, dans le cas des données extra

financières, l'information n'est pas encore généralisée et encore moins normalisée.

La figure 32 corrobore l'affirmation selon laquelle l'information extra financière est difficile à utiliser pour une analyse optimale des risques sociaux, éthiques et environnementaux.

Figure 32 –Besoins d'informations pour l'évaluation de la qualité des informations extra financières



Source : RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF

On voit, en effet, que toutes les sources d'information sont les bienvenues, qu'il s'agisse de rapports sur les éléments extra financiers des entreprises en portefeuille (26,9%) ou du portefeuille à proprement parler (19,2%), de commentaires justifiant l'évolution de la composition et de la performance du portefeuille (23,1%) ou encore de graphiques ou tableaux permettant de mesurer le degré de prise en compte des critères sociaux, éthiques et environnementaux dans la gestion du portefeuille (23,1%).

Or, la qualité du travail des agences de notation n'est pas du tout mise en cause. Selon nos entretiens, les investisseurs institutionnels belges sont généralement sévères par rapport à la cohérence des critères extra financiers : comment admettre d'une part le boycott de la Birmanie en raison de son gouvernement non démocratique et de fermer les yeux, d'autre part sur le régime chinois ? Comment promouvoir des conditions salariales

honnêtes au nom de l'éthique d'une part et accepter par ailleurs l'octroi de salaires extravagants ou de parachutes dorés aux dirigeants ?

Il ressort de nos entretiens que, «par son mode de fonctionnement, l'ISR privilégie en effet les valeurs qui donnent le plus d'informations en matière de gouvernement d'entreprise ou de développement durable. Par conséquent les grandes entreprises qui disposent de moyens plus importants et publient des informations régulières sur ces sujets, sont privilégiées»³¹.

On trouve, dès lors, dans les fonds et les indices ISR, de larges capitalisations, multinationales globalisées alors que l'économie locale, voire sociale, en sont largement absentes. Cela met en lumière le problème relatif à la capacité des agences de notation extra financière à procéder, à ce jour, à l'analyse d'entreprises de taille moyenne.

Ainsi, la majorité des institutionnels que nous avons rencontrés approuvent l'évolution des critères de sélection et prônent le développement de critères positifs plus stricts encore. Ils sont généralement convaincus que l'ISR aura, alors, un réel impact à long terme.

³¹ 'Les fonds ISR doivent encore convaincre' –
<http://www.boursorama.com/opcvm/detail-actualite-opcvm.phtml?news=2761715>

9.3. ISR institutionnel et performance

Nous avons demandé aux investisseurs institutionnels belges s'ils étaient satisfaits du rendement des fonds ISR (cfr. Figure 33).

Figure 33 – Indice de satisfaction de la performance des fonds ISR dans le chef des institutionnels belges

Quel bilan tirez-vous de votre expérience au regard de la performance des fonds ISR?
36.4% satisfaction
45.5% bilan mitigé
9.1% insatisfaction
9.0% bilan prématûré

Source : RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF

D'une manière générale, l'expérience des investisseurs institutionnels belges en termes de rentabilité des fonds socialement responsables est plutôt positive, avec un bilan mitigé à satisfaisant. Ainsi, plus d'un tiers des professionnels (36,4%) estiment que les résultats de leurs fonds ISR sont conformes à leurs attentes, contre 45,5% qui considèrent ces résultats comme moyens.

Moins de 10% des personnes interrogées marquent une réelle insatisfaction de la performance ISR. Notons, toutefois, qu'il s'agit ici, principalement de fonds de pension, que l'on retrouve également dans la catégorie 'bilan prématûré'.

En effet, on considère que, pour être pertinent, un track record doit s'étendre sur 5 ans minimum. Or, les rares fonds de pension engagés dans l'ISR en Belgique, le sont depuis 2 à 3 ans. Ils ne disposent donc pas encore de suffisamment de recul pour tirer les conclusions par rapport à leurs investissements socialement responsables.

Par ailleurs, les chapitres précédents ont démontré que les investisseurs institutionnels belges sont prêts à investir en ISR mais pas au détriment de la rentabilité financière de leurs placements. La figure 34 le confirme.

Figure 34 – Prise en compte de la rentabilité dans la décision d'ISR des institutionnels belges

Comment prenez-vous en considération le rapport risque/rendement dans vos investissements socialement responsables ?

- 0,0% l'ISR doit améliorer le rapport risque/rendement
- 53,9% l'ISR ne peut pas détériorer le rapport risque/rendement
- 38,5% l'ISR peut engendrer une légère déviation du rapport risque/rendement
- 7,6% les considérations de risque et de rendement ne jouent pas un rôle prépondérant dans notre décision d'ISR

Source : RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF

En effet, si aucun d'eux n'attend un rendement supérieur de son portefeuille du fait de l'ISR, la majorité d'entre eux (53,9%) considère que la rentabilité d'un portefeuille ne peut être détériorée du fait de placements socialement responsables. Tout au plus acceptent-ils que l'ISR entraîne une légère diminution du rendement de leurs investissements (38,5%).

Finalement, seuls 7,6% des institutionnels ne prennent pas la rentabilité en considération lors de leurs investissements socialement responsables. Il s'agit ici de quelques congrégations religieuses.

La position des institutionnels belges, dans leur large majorité, est compréhensible et logique, dans la mesure où « quelle que soit leur nature, [ils] présentent un certain nombre de traits fondamentaux similaires qui se traduisent par une exigence précise, celle de favoriser la shareholder value potentiellement transférable aux investisseurs »³².

Les fonds de pension ont pour objectif premier d'assurer les pensions ; les compagnies d'assurance visent à reverser un capital majoré d'une part bénéficiaire (par ailleurs souvent garantie) ; les OPC ambitionnent de faire fructifier les avoirs de leurs clients. Tous cherchent donc à maximiser le rendement de leurs investissements.

Pour ce faire, les gestionnaires de fonds analysent le portefeuille d'actifs en le comparant à un 'benchmark', c'est-à-dire à un référent qui reflète le risque de marché. Le choix de l'indice de référence est essentiel à la gestion du portefeuille car il doit correspondre à la stratégie d'investissement des institutionnels.

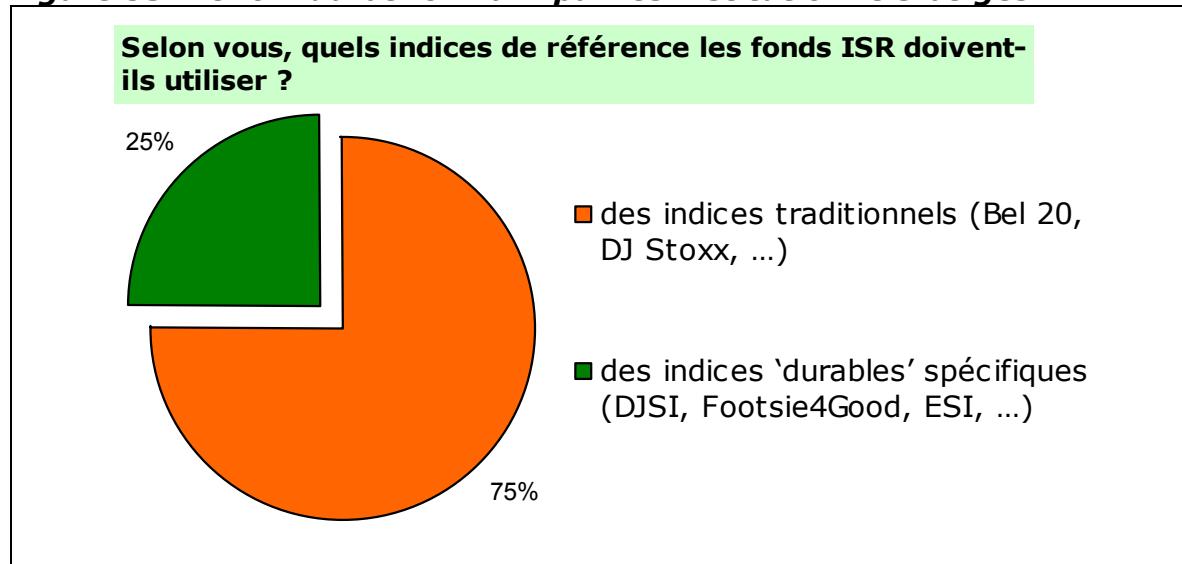
³² Baudru, D. et Kechidi, M. (1998), « Les investisseurs institutionnels étrangers : vers la fin du capitalisme à la française? », Revue d'Economie Financière, n°48, pp.93-105.

Ainsi, dès que le gestionnaire de fonds a choisi le benchmark à partir duquel il va travailler, il tente de constituer un portefeuille de valeurs comparables à celles que l'on trouve dans l'indice de référence (classes d'actifs, répartition sectorielle, etc.) et selon les mêmes proportions. L'inclusion ou l'exclusion de valeurs socialement responsables peut dès lors entraîner un déséquilibre du portefeuille institutionnel et le rendre plus difficile à comparer à son benchmark. Toutefois, ceci pourra changer si la responsabilité sociale continue à évoluer et si, par conséquent, de plus en plus d'entreprises présentes dans l'indice de référence obtiennent un label social.

D'autre part, si le gestionnaire de fonds décide de changer de benchmark, le premier problème s'efface mais il perd néanmoins le track record lui permettant d'évaluer la performance de son portefeuille dans le temps.

On comprend dès lors pourquoi les investisseurs institutionnels belges préfèrent comparer les performances de leurs placements aux indices traditionnels plutôt que de faire appel aux indices socialement responsables (cfr. Figure 35).

Figure 35 – Choix du benchmark par les institutionnels belges



Source : RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF

Les contraintes de performance et de gestion des risques des institutionnels sont-elles dès lors compatibles avec l'ISR ?

La question de la performance de l'ISR ne peut se poser en termes de résultats à court terme. Par définition, l'ISR s'intéresse au durable, donc au long terme. Or, qu'il s'agisse d'assurer le paiement des pensions, de garantir le versement d'une assurance-vie ou de pérenniser les capitaux d'une

congrégation religieuse, l'horizon de placement des institutionnels est long. L'ISR et les institutionnels se rejoignent donc dans leur vision à long terme.

Un second élément à prendre en considération est la gestion des risques. En effet, l'ISR favorise la protection de l'environnement, les énergies renouvelables, l'équité sociale, la gouvernance d'entreprise. Autant de facteurs qui, sur la durée, sont susceptibles de diminuer les risques et de créer une plus-value. La notion d'investissement à long terme devrait donc jouer en faveur de l'ISR auprès des institutionnels.

En ce sens, il est encourageant que les analystes financiers s'accordent à dire que les secteurs durables performent mieux aujourd'hui qu'hier et que les indices socialement responsables surperforment les indices traditionnels correspondants. De même, la sophistication et la diversification des indices socialement responsables, tels que KLD Large Cap Social Index ou S&P/TSX Composite, notamment, prouvent que le marché de l'ISR s'adapte de plus en plus aux exigences des institutionnels.

9.4. Impact sur la construction du portefeuille institutionnel

Les fonds de pension, compagnies d'assurance et sociétés d'investissement gèrent les avoirs en tenant compte de critères financiers tels que la duration, l'ALM (asset & liability management) et l'allocation des avoirs. Pour cette dernière, le gestionnaire détermine d'abord la répartition par classes d'actifs (actions/obligations/immobilier/liquidités) en fonction du profil de risque établi. Ensuite, il procède à des sous-répartitions par zones géographiques et par secteurs.

Or, les institutionnels s'accordent pour dire que l'ISR ne peut devenir une catégorie de répartition supplémentaire mais doit faire partie intégrante du processus normal d'investissement des institutionnels.

Pour ce faire, l'investisseur institutionnel doit d'abord décider du type de filtrage qu'il va appliquer : exclusion, best in class ou 'core ISR' (critères positifs et négatifs combinés). De cela dépend la taille de son univers d'investissement socialement responsable car plus le filtrage extra financier est strict, plus l'univers d'investissement rétrécit. Ensuite seulement interviennent les critères financiers. Dans la pratique, optimiser la gestion d'un portefeuille en tenant compte à la fois des exigences de l'ISR et des contraintes financières de performance s'avère relativement complexe.

Pour illustrer ces difficultés, penchons nous sur le cas des fonds de pension. « Il existe deux types de plans : les plans à 'contribution définie' et les plans à 'prestation définie'. La différence est importante en ISR dans la mesure où le plan à 'prestation définie' limite sensiblement le choix du gestionnaire de fonds.

Dans le cas d'un plan 'à contribution définie', le bénéfice réel (la pension) dépend de la performance du fonds de pension; une gestion optimale du fonds entraîne un rendement maximal de la contribution, un bénéfice et donc une pension maximale. Dans la mesure où le fonds ne promet aucun bénéfice, les gestionnaires sont libres de définir leur politique d'investissement et leur stratégie en termes de gestion des risques. Cela leur offre un large choix dans la sélection et la répartition des actifs.

En régime 'prestations définies', le fonds de pension promet un certain bénéfice, une certaine pension [...]. D'un point de vue financier, cela se traduit par une stratégie d'investissement peu risquée. Ce type de fonds de pension est spécifiquement géré de manière passive, à savoir qu'ils essaient d'égaler la performance de l'indice de marché, avec un tracking error très faible. [...] Cette contrainte de devoir rester dans les limites du tracking error signifie également que les gestionnaires des fonds de pension ne peuvent ni

exclure les grandes capitalisations, ni inclure une partie importante d'entreprises non reprises dans l'indice (benchmark).³³ »

Par conséquent, les implications de l'ISR sur l'univers d'investissement, le choix du benchmark et la performance du portefeuille institutionnel sont considérables.

Finalement, l'activisme actionnarial est peut-être la façon la plus simple pour un investisseur institutionnel de s'engager dans l'ISR. C'est ce que nous allons examiner au chapitre suivant.

³³ ELLIPSON – Socially Responsible Investment by Pension Funds - février 2001

9.5. Activisme actionnarial

Il s'agit d'exercer les droits de dialogue, de vote et de proposition qui sont conférés aux actionnaires, personnes physiques ou morales.

« L'actionnaire peut intervenir en assemblée générale à quatre niveaux :

- L'accès aux assemblées générales : elles sont un temps de dialogue pour les actionnaires et la société.
- L'accès à l'information : avant la tenue d'une AG les sociétés se doivent de mettre à la disposition de tout actionnaire qui en fait la demande certains documents et informations.
- Le droit d'expression (shareholder resolutions): tout actionnaire a la possibilité de poser des questions lors de l'AG. Les actionnaires qui représentent un certain poids dans le capital de l'entreprise disposent du droit de soumettre des projets de résolution au vote de l'assemblée.
- Le droit de vote (proxy voting): l'actionnaire reçoit un droit de vote proportionnel au capital investi dans l'entreprise, lui permettant d'approuver ou non les projets de résolutions présentés aux AG»³⁴.

L'activisme actionnarial prend une ampleur considérable dans les pays anglo-saxons. A l'inverse, chez nous, il en est à ses balbutiements.

« Les sicav investies en actions figurent au premier rang des actionnaires des sociétés cotées en bourse. On peut même dire que la plupart des grands groupes cotés sont contrôlés, théoriquement du moins, par les fonds d'investissements. Mais, dans la pratique quotidienne, ce contrôle est-il réellement exercé ? Autrement dit, les représentants des sicav exercent-ils les droits et les prérogatives attachés à leur qualité d'actionnaires ? On sait qu'aux Etats-Unis, les fonds n'y vont pas avec le dos de la cuiller. Aux assemblées générales, ils ne sont pas les derniers à exiger des informations plus pointues, à demander la démission des administrateurs, à s'opposer à des OPA, etc.

Qu'en est-il en Europe et plus particulièrement en Belgique ? Disons-le d'emblée, les pratiques américaines n'ont pas cours chez nous. Jusqu'il y a peu d'ailleurs, les sicav actionnaires n'étaient même pas présentes aux assemblées générales »³⁵.

³⁴ CFIE – Engagement actionnarial et développement durable, étude sur l'état des lieux en France des pratiques d'engagement actionnarial – avril 2004

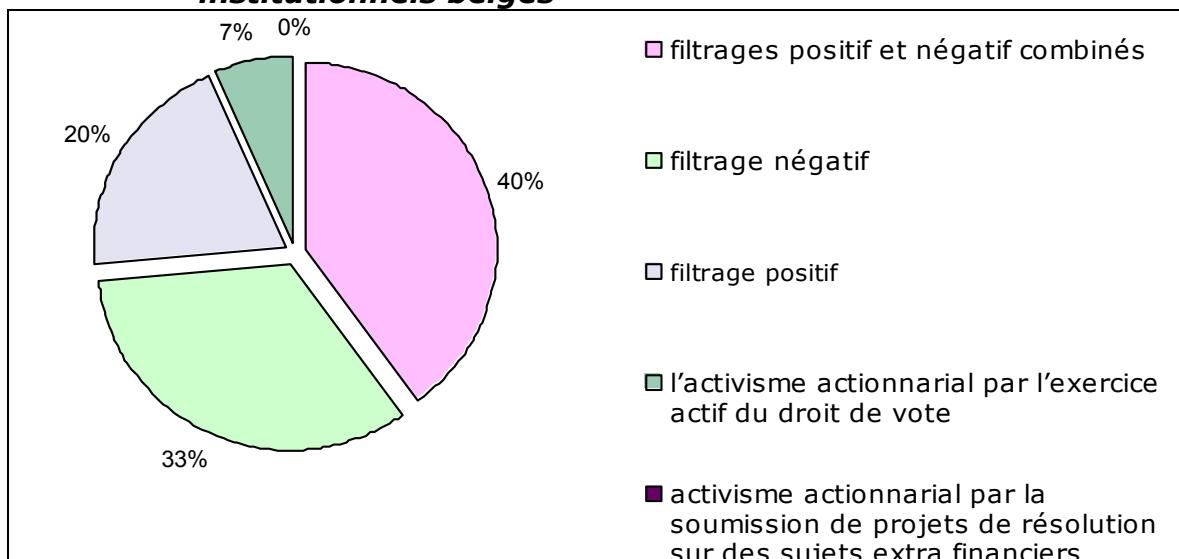
³⁵ Les sicav ne sont plus des actionnaires passifs – in L'extra du Soir – 12 octobre 2004.

Mais les choses évoluent, lentement, et l'activisme actionnarial commence à faire tache d'huile en Europe. On a ainsi assisté, ces derniers mois, à la démission forcée du patron de Deutsche Börse. Plus récemment encore, et en Belgique, le fonds américain Knight Vinke attaquait les directions de Suez et Electrabel : « en demandant au tribunal de commerce de Bruxelles de nommer un expert judiciaire chez Electrabel, le fonds américain Knight Vinke augmente d'un cran la pression qu'il exerce depuis l'été [2004] sur le groupe français Suez, maison mère du producteur belge d'électricité. [...] Eric Knight, le mentor du fonds, demande en fait à Gérard Mestrallet, président de Suez, d'infléchir une politique qui présente à ses yeux 'des risques graves de porter atteinte aux intérêts d'Electrabel' »³⁶.

Toutefois, ces actions, si elles ont le mérite d'exister, sont le fait d'acteurs étrangers. Comment, donc, réagissent les investisseurs institutionnels belges par rapport à l'activisme actionnarial ?

Revoyons la figure 26, analysée au chapitre 9.1 : selon les résultats de notre enquête, aucun des professionnels interrogés ne soumet de projet de résolution sur des sujets sociaux, environnementaux et éthiques et moins de 7% seulement des investisseurs institutionnels belges exercent leur droit de vote lors des assemblées générales.

Figure 26 – Approches ISR utilisées par les investisseurs institutionnels belges



Source : RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF

³⁶ L'ombre de Calpers plane sur Suez – in Tendances – 19 mai 2005.

«Dans les grandes institutions bancaires, les sociétés chargées de la gestion des sicav ont décidé de participer aux assemblées générales des entreprises dont elles possèdent des actions »³⁷ : Fortis Investments Management et Dexia Asset Management ouvrent la marche. Pour les autres, la question est à l'ordre du jour. Autrement dit, pour les sociétés de gestion, la volonté de faire de l'activisme actionnarial existe mais les procédures à mettre en place pour y arriver sont lourdes et freinent largement son démarrage.

En effet, l'activisme actionnarial implique de nombreuses démarches. D'abord, l'investisseur institutionnel doit définir sa stratégie activiste, à savoir décider s'il agira par soumission de projets de résolution sur des sujets extra financiers et/ou par l'exercice actif du droit de vote lors des assemblées générales.

Ensuite, il convient de définir le cadre de l'activisme actionnarial : il s'agit, par exemple, de se pencher sur les entreprises européennes, parmi les 150 positions les plus importantes en portefeuille. Il faut, après cela, suivre le calendrier des assemblées générales des sociétés choisies et en dépouiller les ordres du jour afin d'examiner si des éléments potentiellement litigieux y apparaissent. Il convient alors de décider s'il importe de se déplacer jusqu'au lieu de réunion, soit, le plus souvent à l'étranger, ou s'il est possible, le cas échéant, de déléguer cette tâche à un cabinet-conseil tel que Deminor, spécialisé dans la défense des intérêts des actionnaires minoritaires.

Il ressort de nos entretiens avec les investisseurs institutionnels et de notre analyse du marché que les institutionnels se penchent avant tout sur les problématiques liées à la gouvernance d'entreprise. Ce point nous semble intéressant dans la mesure où nous avons vu précédemment que, dans le cas du filtrage, les investisseurs professionnels s'attachent davantage aux relations sociales, qu'elles soient internes ou externes, puis aux questions environnementales et pour finir, aux considérations de corporate governance. Ainsi donc, selon l'outil utilisé (filtrage ou activisme actionnarial), l'éclairage donné à la responsabilité sociale tend à être différent.

Par ailleurs, les syndicats intensifient leurs efforts en vue d'assurer que les entreprises multinationales assument leurs responsabilités sociales. Ainsi, lors des conseils d'administration des fonds de pension, dans le secteur industriel, les représentants syndicaux commencent à avoir le réflexe de demander le pourcentage investi dans des fonds éthiques.

A l'inverse, pour les adversaires de l'activisme actionnarial, les fonds de pension, compagnies d'assurance et autres sociétés d'investissement n'ont pas pour vocation d'utiliser leur droit de vote pour contester, le cas échéant, les décisions des directions d'entreprises. La question est effectivement sensible dans la mesure où les conseils d'administration des grands entreprises sont

³⁷ Les sicav ne sont plus des actionnaires passifs – in L'extra du Soir – 12 octobre 2004.

entremêlés : les conseils d'administration des uns sont souvent composés des CEO des autres.

En outre, toujours selon les détracteurs, en faisant de l'activisme actionnarial, l'institutionnel dépense l'argent des petits investisseurs (pensionnés, assurés, épargnants) pour utiliser un droit de vote dans une entreprise dans laquelle le fonds n'a investi qu'une part réduite. Ce n'est pas efficient.

Cela soulève la question de la volonté d'implication des institutionnels dans l'ISR. Car l'activisme actionnarial constitue le mécanisme socialement responsable le plus engagé. En effet, il encourage et contrôle la responsabilité sociale non plus de l'investissement mais bien de l'investisseur à proprement parler, personne physique ou morale. Car chaque fonds de pension, chaque fonds d'investissement est géré par des professionnels qui pourraient influencer le secteur corporate vers le développement durable en participant eux-mêmes activement aux assemblées générales ou en confiant leur capitaux à des gestionnaires d'actifs qui le feraient pour eux.

9.6. Eléments clés

La problématique de l'investissement socialement responsable a généralement été débattue par les investisseurs institutionnels. Les conclusions de leur réflexion sont globalement de deux ordres :

- ils portent un regard très critique par rapport à la façon dont l'ISR est pratiqué à l'heure actuelle.
- il leur semble difficile d'inscrire l'ISR dans leur logique de rentabilité financière.

En ce qui concerne le premier point, ils sont favorables à l'obligation de transparence de la gestion ISR ; ils insistent sur la nécessaire indépendance de l'analyse des critères extra financiers et donc sur celle des agences de notation extra financière ; ils doutent par contre du caractère réellement éthique des valeurs reprises dans les fonds ISR. Ils prônent dès lors le développement de critères positifs plus stricts encore qu'à l'heure actuelle et la révision du fonctionnement de l'ISR qui laisse la part belle aux larges capitalisations, au détriment des sociétés plus locales.

Quant à la problématique de la compatibilité entre la rentabilité financière des institutionnels et l'ISR, elle exige un éclairage pluriel.

D'abord, l'approche ISR entraîne l'adaptation du modus operandi du fonds d'investissement, depuis l'allocation des avoirs. Pour en atténuer les implications, les institutionnels adaptent l'ISR à leurs besoins, en travaillant uniquement sur base du filtrage négatif (il est généralement aisément de délimiter les activités, entreprises ou secteurs dans lesquels on ne veut pas placer de capitaux) ou en investissant selon des critères positifs mais unidimensionnels. Il s'agit souvent d'une première démarche dans le sens de l'investissement socialement responsable. La sélection via le procédé du 'best in class', le plus souvent combinée à l'exclusion d'entreprises et/ou de secteurs d'activités, vient généralement plus tard, lorsque l'institutionnel a acquis une meilleure connaissance de ce marché et a développé une confiance plus large en l'ISR.

Ensuite, l'ISR entraîne des implications quant à l'univers d'investissement de l'institutionnel : plus le filtrage sera strict, plus l'univers sera réduit.

Ces éléments ne sont pas sans conséquence sur la constitution du portefeuille institutionnel. En effet, la structure du portefeuille peut se trouver largement modifiée du fait de l'inclusion ou de l'exclusion de valeurs socialement responsables. Cette déviation du portefeuille par rapport à la structure du benchmark rend difficile la lecture des rendements. Dans ce cas, changer de benchmark ne résout pas nécessairement le problème car le gestionnaire doit alors reconstituer un nouvel historique de la performance de son portefeuille.

Ainsi, alors qu'un investisseur institutionnel sur deux, poussé par son comité de direction, se dit favorable à l'ISR, les gestionnaires, pour leur part, confrontés aux contraintes techniques qu'imposent l'ISR sur la composition et la gestion de leurs fonds, sont plus réticents quant à sa mise en pratique. Ils considèrent que leur responsabilité s'arrête à l'optimisation de la performance des investissements et ne jouent donc pas volontiers les pionniers. Classiquement, leur point de vue est le suivant : il vaut mieux suivre la masse des autres investisseurs institutionnels, quitte à se tromper avec eux au niveau d'investissement traditionnels, que de se lancer dans l'ISR et de risquer d'obtenir un rendement inférieur à celui des collègues des fonds classiques.

Par conséquent, l'investissement socialement responsable oblige les institutionnels à reconstruire leur stratégie de placement des capitaux pour trouver un équilibre entre les contraintes financières et les objectifs ISR.

Or, quatre éléments interviennent en faveur de l'ISR. D'abord, un cercle vertueux se crée lentement, par lequel de plus en plus de sociétés répondent aux critères extra financiers et élargissent ainsi le nombre d'entreprises socialement responsables présentes dans les indices, même traditionnels.

Ensuite, le track record des performances ISR est à présent suffisamment long pour que les analystes puissent tirer des conclusions à ce niveau : les indices éthiques tendent à démontrer que le rendement des valeurs socialement responsables est supérieur, sur la durée, à celui des benchmark classiques.

Troisièmement, il est généralement admis que la prise en considération des facteurs extra financiers participe à une meilleure estimation des risques encourus par une entreprise et influe, à terme, positivement sur sa gestion et donc sur sa rentabilité.

Enfin, on le voit : la durée joue un rôle primordial en ISR. Or, c'est également le cas pour les institutionnels, quels qu'ils soient. Le long terme forme donc le point commun sur lequel se rejoignent les investisseurs professionnels et l'ISR.

Ainsi, il nous semble que ces éléments se mettent en place pour favoriser le développement de l'ISR professionnel. A côté de la sélection de valeurs socialement responsables, l'activisme actionnarial voit le jour en Belgique. Ce phénomène est encore balbutiant, les procédures sont encore lourdes et mal connues ; mais il a un potentiel énorme car, à travers lui, les institutionnels deviennent eux-mêmes acteurs, investisseurs socialement responsables, et peuvent induire, par une effet boule de neige, des changements de comportement au sein des sociétés dont ils détiennent une part des actions, pour un impact réel sur le développement durable.

10. Cadre législatif

Objectif : Identifier le cadre légal de l'ISR en Belgique.

10.1. Cadre légal de l'ISR

La loi du 3 avril 2003 relative aux pensions complémentaires

La loi du 3 avril 2003 relative aux pensions complémentaires et au régime fiscal de celles-ci et de certains avantages complémentaires en matière de sécurité sociale³⁸ contient un chapitre VIII intitulé "Transparence", dans lequel figure un article 42 qui prévoit ce qui suit :

" L'organisme de pension ou la personne désignée dans la convention collective de travail ou le règlement de pension, rédige chaque année un rapport sur la gestion de l'engagement de pension. Ce rapport est mis à la disposition de l'organisateur, qui le communique sur simple demande aux affiliés.

Le rapport doit contenir des informations sur les éléments suivants :

- 1° le mode de financement de l'engagement de pension et les modifications structurelles de ce financement;
- 2° la stratégie d'investissement à long et à court termes et la mesure dans laquelle sont pris en compte les aspects sociaux, éthiques et environnementaux;
- 3° le rendement des placements;
- 4° la structure des frais;
- 5° le cas échéant, la participation aux bénéfices ".

Cette disposition est entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2004³⁹.

Elle n'oblige donc pas les organismes de pension à investir de façon éthique mais seulement d'être transparents sur la manière dont ils ont pris en considération des critères éthiques, environnementaux et sociaux pour le choix de leurs investissements.

³⁸ M.B. 25 mai 2003, page 26.407.

³⁹ En vertu de l'article 23 de l'arrêté royal du 14 novembre 2003 portant exécution de la loi du 28 avril 2003 précitée (M.B. 14 novembre 2003, 2^{ème} éd., page 55.266).

La loi du 20 juillet 2004 relative à certaines formes de gestion collective de portefeuilles d'investissement

Deux dispositions méritent d'être relevée dans la loi du 20 juillet 2004 relative à certaines formes de gestion collective de portefeuilles d'investissement⁴⁰.

La première concerne le prospectus. Une offre publique de titres d'un organisme de placement collectif (OPC) ne peut être effectuée qu'après qu'un prospectus ait été rendu public. L'article 52 de la nouvelle loi prévoit que ce prospectus doit préciser dans quelle mesure sont pris en compte les aspects sociaux, éthiques et environnementaux, dans la mise en oeuvre de la politique d'investissement.

L'article 67 dispose quant à lui qu'il est interdit à un OPC d'acquérir des titres d'une société de droit belge ou de droit étranger dont l'activité consiste en la fabrication, l'utilisation et la détention de mines antipersonnel. Toutefois, cette interdiction ne s'applique pas aux organismes de placement dont la politique d'investissement, conformément à leurs statuts ou à leurs règlements de gestion, a pour objet de suivre la composition d'un indice d'actions ou d'obligations déterminé.

La proposition de loi visant à interdire le financement de la fabrication, l'utilisation ou la détention de mines antipersonnel

Le 16 juin 2005, le Sénat a approuvé à l'unanimité une proposition de loi visant à interdire le financement de la fabrication, l'utilisation ou la détention de mines antipersonnel⁴¹.

Cette proposition doit encore être votée par la Chambre pour devenir texte de loi.

Elle prévoit notamment ce qui suit :

«Est également interdit le financement d'une entreprise de droit belge ou de droit étranger dont l'activité consiste, en la fabrication, l'utilisation, la réparation, l'exposition en vente, la vente, la distribution, l'importation ou l'exportation, l'entreposage ou le port de mines antipersonnel au sens de la présente loi.

Par financement on entend l'ensemble des crédits et financements directs accordés à des projets précis, l'ensemble des financements globaux et lignes de trésorerie accordés à des entreprises qui participent directement à cette activité ainsi que l'acquisition pour compte propre de titres émis par ces entreprises.

⁴⁰ M.B., 9 mars 2005, page 9632

⁴¹ Documents du Sénat, 3-834 - 2003/2004 ; Annales du Sénat, 16 juin 2005.

L'entreprise est tenue d'attester dans une déclaration écrite que le financement ne vise pas des activités telles que mentionnées au présent article.

Cette interdiction ne s'applique pas aux organismes de placement dont la politique d'investissement, conformément à leurs statuts ou à leurs règlements de gestion, a pour objet de suivre la composition d'un indice d'actions ou d'obligations déterminé» (article 2).

La proposition de loi instituant auprès du service public fédéral Economie, PME, Classes moyennes et Energie un Conseil de l'investissement socialement responsable

Le 30 août 2004 a été déposée devant le Sénat une proposition de loi instituant auprès du service public fédéral Economie, PME, Classes moyennes et Energie un Conseil de l'investissement socialement responsable.

Son promoteur, Philippe Mahoux, constatant que le secteur de l'ISR ne bénéficie d'aucun statut légal particulier et que les critères sociaux, éthiques ou environnementaux sont fixés de manière disparate, propose d'instituer un organisme consultatif, composé des acteurs du secteur de l'ISR, de représentants du monde financier, de représentants des consommateurs et de représentants d'associations de travailleurs et d'employeurs, qui serait chargé de diverses missions. Notamment de déterminer les critères objectifs et transparents permettant de considérer un investissement comme socialement responsable, d'assurer le contrôle de l'utilisation du terme "produit éthique" et de rechercher et rassembler une documentation sur les problèmes relatifs à l'ISR, en particulier, suivre et encourager les travaux de recherche y afférents ainsi que coordonner et harmoniser les actions d'information entreprises en faveur des investisseurs socialement responsables.

Pour que les investisseurs intègrent les divers enjeux du développement durable, il importe en effet, juge l'auteur de cette proposition, de les informer et de les conseiller de la manière la plus complète et la plus objective possible sur les services et les produits des marchés financiers afin d'assurer une meilleure protection de leurs intérêts.

10.2. Eléments clés

Les pouvoirs publics se penchent depuis peu sur la question de l'investissement responsable. Leurs initiatives sont nombreuses puisque l'on dénombre, en deux ans, quatre lois et propositions de loi en la matière.

Au travers du cadre légal, les pouvoirs publics atteignent un double objectif :

- encourager les investisseurs institutionnels à s'engager sur le chemin de l'ISR. Les nouvelles lois sur la transparence des fonds de pension et sur l'obligation de mentionner, dans le prospectus, les aspects extra financiers pris en compte dans la politique d'investissement ont le mérite de poser sur la table la problématique de l'ISR et d'obliger les investisseurs institutionnels à y réfléchir.
- informer au mieux l'investisseur final. La loi relative à la transparence des fonds de pension, l'article 52 de la loi du 22/07/2004 ainsi que la proposition de loi relative à la constitution d'un Conseil de l'Investissement Socialement Responsable, vont dans ce sens puisqu'ils aident l'investisseur à placer ses capitaux en fonction de ses propres valeurs.

Pour autant, ces lois ont encore une portée limitée puisque celle relative aux fonds de pension ne va pas encore jusqu'à l'obligation d'investir en ISR. Quant à la loi du 20/07/2004 en son article 67 et à la proposition de loi visant à interdire le financement de la fabrication, l'utilisation ou la détention de mines antipersonnel, elles ne s'appliquent pas aux organismes de placement dont la politique d'investissement a pour objet de suivre la composition d'un indice d'actions ou d'obligations déterminé, c'est-à-dire la plupart des fonds.

En d'autres termes, les lois et propositions de loi existantes sont un signal fort des autorités à l'égard des investisseurs, particulièrement les institutionnels, quant à leur volonté de s'inscrire dans la voie de l'ISR.

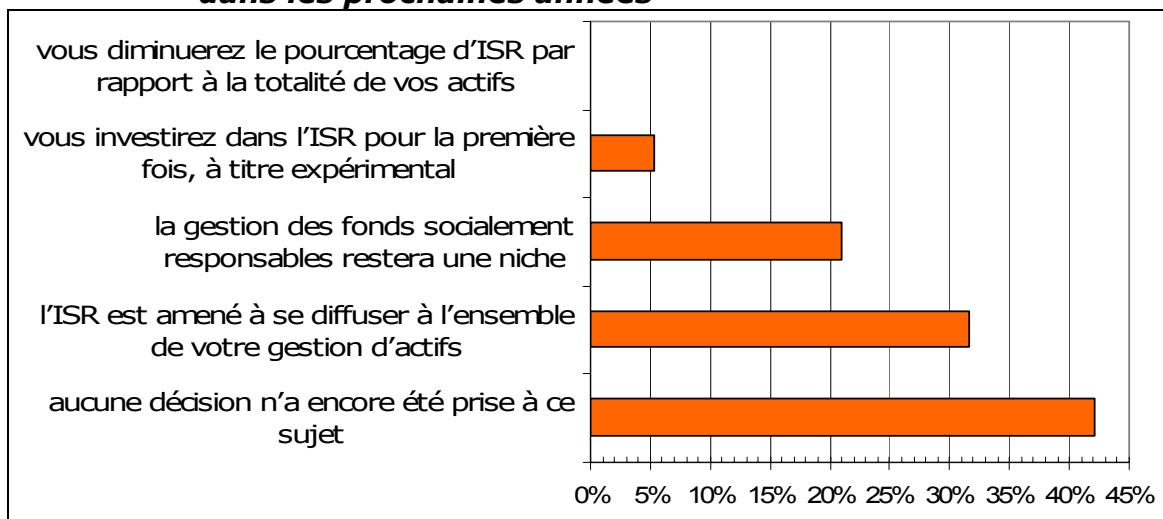
11. Perspectives

Objectif : Evaluer les intentions des investisseurs institutionnels belges face à l'ISR et, partant, l'évolution potentielle de ce marché dans les prochaines années.

11.1. Evolution de l'ISR auprès des institutionnels belges

Interrogés sur leurs intentions, les investisseurs institutionnels belges se disent, dans leur large majorité (près de 60%), enclins à placer leurs capitaux de façon socialement responsable dans les prochaines années (cfr. Figure 36).

Figure 36 – Evolution de l'ISR auprès des investisseurs institutionnels dans les prochaines années



Source : RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF

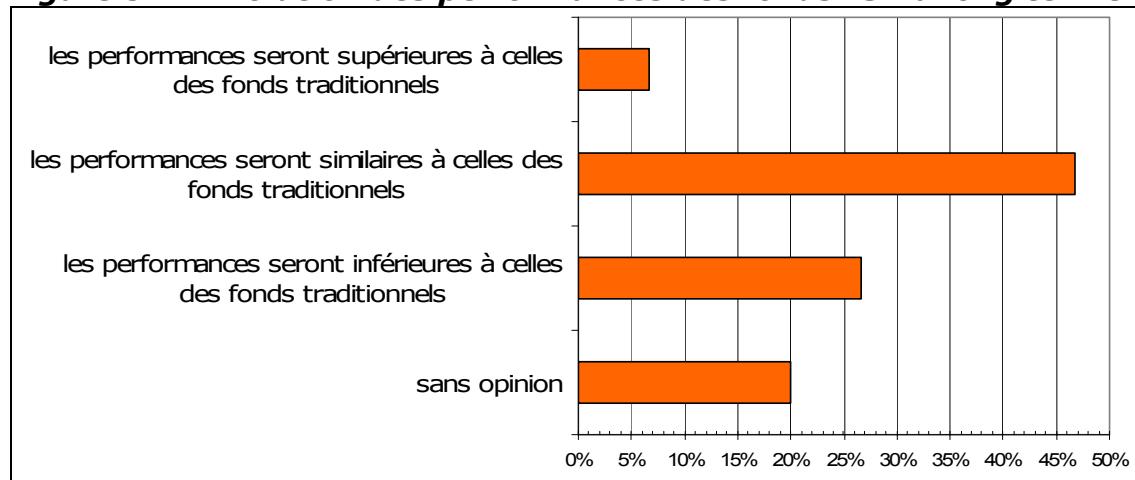
Il est ainsi intéressant de noter qu'aucun des institutionnels interrogés ne prévoit de diminuer ou de sortir de l'ISR. Au contraire, parmi les investisseurs professionnels décidés à continuer à placer leurs capitaux de manière socialement responsable, un sur deux ambitionne de le diffuser à l'ensemble de sa gestion d'actifs. Les autres (21%) maintiendront l'ISR dans un marché de niche ou y investiront pour la première fois (5%).

Quant aux indécis, qui forment 42% des institutionnels, il s'agit en majorité de ceux qui n'ont pas encore franchi le pas de l'investissement socialement responsable.

Ainsi, le marché se scinde entre ceux qui n'ont pas encore investi en ISR et qui continuent à douter de ce marché et ceux qui ont déjà placé des capitaux de façon socialement responsable (ne serait-ce qu'à titre expérimental) et qui envisagent de poursuivre dans cette direction.

Un schéma identique se dessine lorsque l'on interroge les institutionnels sur l'évolution des performances de l'ISR à long terme (cfr. Figure 37).

Figure 37 – Evolution des performances des fonds ISR à long terme



Source : RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF

Le marché semble se partager en deux : on trouve d'un côté les professionnels qui croient en l'ISR et prévoient un rendement équivalent ou supérieur à celui des fonds traditionnels (55%).

L'autre moitié est formée des sceptiques, avec 27% des institutionnels qui estiment que la rentabilité des fonds ISR sera inférieure à celle des investissements traditionnels et 20% de professionnels sans opinion. Ces derniers sont, ici aussi, majoritairement des institutionnels n'ayant pas encore placé de capitaux de façon socialement responsable.

Il est dès lors permis de formuler l'hypothèse selon laquelle les institutionnels non encore engagés dans l'ISR sont méfiants et donc n'investissent pas, créant ainsi un cercle vicieux de non investissement socialement responsable. Alors que parmi ceux qui ont déjà placé des capitaux en ISR, le cercle formé est plutôt vertueux puisque, d'une part, ils maintiennent leurs investissements ou les étendent à l'ensemble de leurs portefeuilles et que, d'autre part, ils se montrent confiants quant à la rentabilité future des fonds ISR.

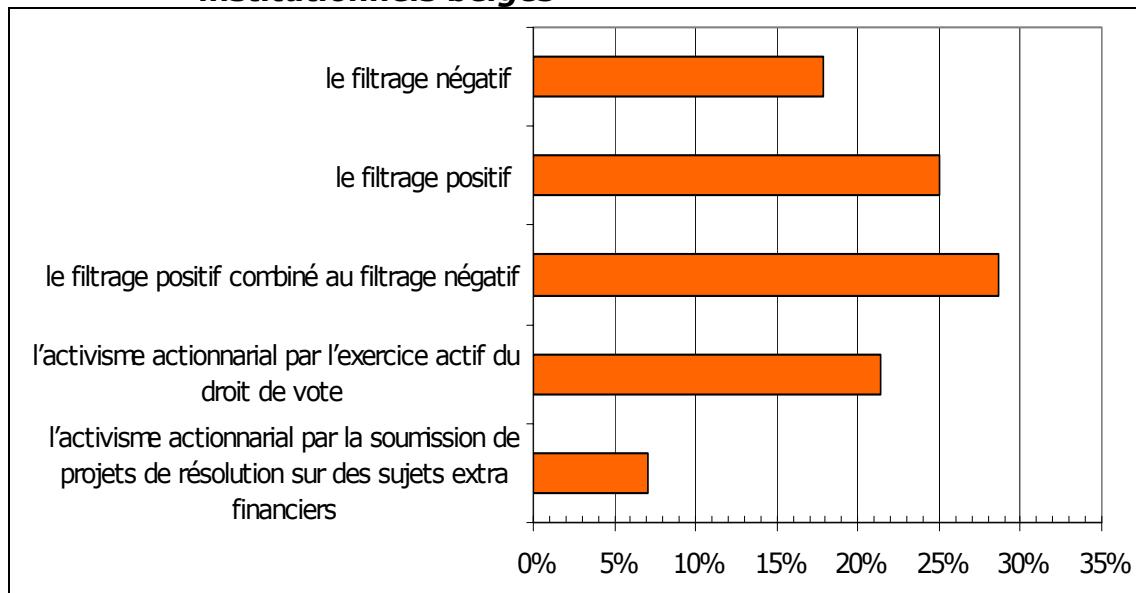
11.2. Approches ISR privilégiées par les institutionnels belges

Parallèlement à cette évolution, il est ressorti de nos entretiens que le mode d'investissement devrait également évoluer dans les prochaines années.

En effet, les besoins et contraintes des institutionnels ne sont pas ceux des particuliers. Nous avons vu que les fonds, qui dominent encore largement le marché ISR belge actuel, ne satisfont pas toujours aux critères d'investissement des professionnels. Pour pallier cette situation, la gestion dédiée, c'est-à-dire les fonds sur mesure, et les mandats discrétionnaires devraient progresser.

Par ailleurs, en ce qui concerne le type de filtrage privilégié par les institutionnels, le mécanisme d'exclusion demeurera l'apanage des professionnels qui s'engagent pour la première fois sur le marché ISR (cfr. Figure 38).

Figure 38 - Type(s) de filtrage privilégié(s) à l'avenir par les institutionnels belges



Source : RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF

D'autre part, si la combinaison des filtrages positif et négatif restera la méthode la plus usitée, l'élément le plus intéressant qui ressort de la figure 38 est l'avancée de l'activisme actionnarial. En effet, plus d'un institutionnel sur quatre annonce son intention d'exercer son droit de vote lors des assemblées

générales (21,4%) ou de soumettre des projets de résolution sur des sujets extra financiers (7,1%).

Si l'on compare ces pourcentages à ceux de la figure 26 (chapitre 9.5.), on voit que l'activisme actionnarial par l'exercice du droit de vote progresse de 7% à l'heure actuelle à 21,4% pour les années à venir. La soumission de projets de résolution passe, quant à lui, de 0% aujourd'hui à 7,1% demain.

Si les institutionnels transforment leurs intentions en actes, l'activisme actionnarial devrait donc quadrupler dans les toutes prochaines années. Nous assisterions alors réellement à l'émergence d'investisseurs socialement responsables, qui pousseront les entreprises dans lesquelles ils placent leurs capitaux à adopter des comportements réellement responsables aux niveaux social, environnemental ou sociétal.

11.3. Eléments clés

Au premier trimestre 2005, l'économie belge enregistre une croissance zéro et le climat boursier ne s'améliore guère. Or, dans ce climat économique et financier morose qui n'incite ni au risque ni à l'espoir d'un rendement positif des placements, la majorité des institutionnels belges marquent leur confiance en l'ISR en annonçant leur volonté d'y investir pour la première fois, de maintenir leurs placements socialement responsables ou de les étendre davantage.

Leur conviction que la rentabilité des fonds ISR sera au moins équivalente à celle des fonds traditionnels souligne également leur confiance dans le marché de l'ISR.

Néanmoins, les professionnels non engagés dans l'ISR demeurent怀疑ous quant à son potentiel. Il apparaît donc que la résistance au changement est relativement importante mais, une fois le pas franchi, les institutionnels ne font pas marche arrière. Au contraire, un tiers d'entre eux veulent l'étendre à la totalité de leurs investissements.

Par ailleurs, nous pourrions assister à une évolution du mode d'investissement ISR puisque les institutionnels marquent leur volonté de travailler avec des produits financiers taillés sur mesure.

Enfin, l'élément le plus marquant, nous semble-t-il, se situe au niveau de l'approche ISR privilégiée par les institutionnels belges : si les filtrages positif et négatif ont encore de beaux jours devant eux, particulièrement lorsqu'ils sont utilisés en combinaison, l'activisme actionnarial attire plus d'un quart des professionnels.

CONCLUSIONS ET RECOMMANDATIONS

L'ISR belge : une belle progression

Au regard des chiffres présentés dans la première partie du présent rapport, le marché de l'ISR a connu en un peu plus d'un an une fameuse progression.

Il représente, dans sa définition la plus rigoureuse, secteurs retail et institutionnel confondus, plus de 3,5 milliards d'euros au 31/03/2005, soit une croissance de plus de 75% par rapport à 2003. Dans sa vision la plus élargie, c'est-à-dire où la seule prise en compte de facteurs d'exclusion dans la gestion des fonds est considérée comme de l'ISR, il atteint de tout autre montant, de l'ordre de 300 milliards d'euros.

En termes de part de marché, l'ISR dans sa définition la plus rigoureuse, représente 2% de l'ensemble des capitaux placés dans les fonds. La part de marché de l'ISR reste donc encore fort limitée, néanmoins elle connaît une progression importante par rapport à 2003, où la part de marché tournait encore autour des 1,5%.

L'ISR institutionnel : un marché niche en croissance

Durant les cinq premières années de l'ISR en Belgique, ce marché a crû à l'instigation des particuliers. Les premiers investisseurs institutionnels, principalement les pouvoirs publics, congrégations religieuses, fondations et ONG, ont suivi à partir de 1996, d'abord timidement.

Aujourd'hui, le nombre de fonds ISR institutionnels est en constante augmentation puisque, sur les 55 fonds ISR recensés en Belgique, 6 sont réservés aux institutionnels. Par ailleurs, sur les six nouveaux fonds ISR constitués depuis le 1^{er} janvier 2004, deux sont dédiées aux professionnels. Parallèlement, ces derniers placent de plus en plus volontiers leurs capitaux via des mandats de gestion ISR.

L'encours ISR institutionnel belge augmente de façon continue, même s'il reste marginal (moins de 2%) par rapport au total des capitaux placés en Belgique au sein des sicav et OPC. Selon les résultats de notre enquête, un institutionnel sur deux se dit prêt à (continuer à) investir de manière socialement responsable dans les deux prochaines années. L'engagement des institutionnels dans le marché ISR en Belgique devrait donc s'accentuer dans les prochaines années.

Du 'sur mesure' plutôt que du 'prêt-à-porter'

Si 'l'explosion' à laquelle s'attendaient certains n'a pas (encore) eu lieu, nous constatons cependant une évolution constante de ce marché de même que sa professionnalisation.

Ainsi, nous avons assisté à l'émergence d'une nouvelle tendance : les institutionnels engagent leurs capitaux en ISR s'ils se voient offrir plusieurs approches afin de choisir celle qui leur convient le mieux : ils veulent pouvoir diversifier les classes d'actifs, investir dans des valeurs sélectionnées après un filtrage unidimensionnel, opter pour la constitution d'un fonds spécifiquement adapté à leurs besoins, ou encore traiter au travers de mandats discrétionnaires. En d'autres termes, les institutionnels sont friands d'un ISR sur mesure.

Quelques professionnels engagés dans l'ISR

Les asset managers les plus importants sont généralement à la pointe de la connaissance et de l'évolution du marché de l'ISR : hier, ils étaient les premiers à lancer des fonds ISR ; aujourd'hui ils sont parmi les premiers à envisager l'activisme actionnarial. D'aucun diront qu'ils y ont un intérêt commercial. C'est indéniable mais ils jouent semble-t-il bien leur rôle d'intermédiaires prêts à accueillir et à refléter les tendances du marché de l'ISR.

Parallèlement, les instances publiques jouent un rôle moteur pour l'ISR à travers d'initiatives telles que celles du Vlaams Zorgfonds, du fonds du pension du Sénat, du Fonds de l'Economie Sociale et Durable ou de la Lotterie Nationale qui investissent chacun un pourcentage de leurs capitaux de façon socialement responsable.

Nous aimerais pouvoir en dire autant des fonds de pension et des compagnies d'assurance mais force est de constater que de son côté-là, l'ISR en est encore à ses balbutiements.

Nous recommandons d'imposer une gestion socialement responsable à l'ensemble des fonds dans lesquels les pouvoirs publics interviennent comme partenaire important afin d'encourager l'investissement socialement responsable auprès des autres investisseurs institutionnels.

Un regard critique posé sur la notion d'ISR

Ces institutionnels sont souvent critiques par rapport au fonctionnement de l'ISR. En effet, les investisseurs socialement responsables forment une communauté, aux multiples valeurs éthiques et aux styles d'investissements variés. Selon ce qu'il place sous le vocable 'éthique', l'investisseur privilégiara ou exclura certaines activités et/ou certains secteurs : il en va ainsi du nucléaire, rejeté par la majorité mais admis par d'autres comme alternative aux énergies fossiles ; quid de l'armement, généralement accepté pour la défense d'un pays mais décrié lorsqu'il s'agit des armes controversées ; idem pour les matériaux non dégradables : aux Pays-Bas, certains fonds n'investissent plus dans les entreprises productrice de béton ; ... In fine, le choix doit revenir à l'investisseur.

Pour autant le marché a besoin de limites pour éviter les dérives, abus et confusions.

Nous recommandons une définition légale a minima de ce qui peut être considéré comme socialement responsable. Mais, comme les professionnels s'accordent à le dire, l'investissement socialement responsable doit rester un concept dynamique : une définition trop stricte figerait le concept au lieu de lui permettre de s'ajuster aux évolutions constantes de la société.

Un besoin de transparence

Il importe que les institutionnels puissent prendre leurs décisions d'investissement socialement responsable en étant bien informés : la transparence joue donc un rôle essentiel car l'investisseur doit pouvoir choisir ou créer les fonds qui correspondent le mieux à ses convictions.

Or, les logiques de fonctionnement des fonds ISR demeurent généralement peu accessibles : comment expliquer, en effet, que se retrouvent dans des fonds éthiques, des entreprises qui, par ailleurs, font la une des journaux pour des problèmes de management ? Il faut bien admettre que, de par son mode de fonctionnement, l'ISR laisse la part belle aux larges capitalisations, au détriment des sociétés plus locales et qu'il est, par ailleurs, difficile de savoir ce qui est 'socialement responsable' car les critères environnementaux, sociaux et sociétaux sont encore en pleine évolution.

Ainsi, selon que les définitions seront plus ou moins détaillées et les critères plus ou moins stricts, les univers d'investissement seront plus ou moins socialement responsables et répondront plus ou moins aux valeurs des investisseurs.

Dès lors, il nous paraît essentiel de promouvoir davantage la transparence, grâce à des initiatives telles que la loi sur la transparence des fonds de pension et celle sur la publication d'un prospectus pour les OPC, qui ont le mérite de poser sur la table la problématique de l'ISR et d'obliger les investisseurs à y réfléchir.

Nous recommandons donc d'étendre l'obligation de transparence des politiques d'investissement aux compagnies d'assurances.

Nous recommandons, par ailleurs, d'analyser les résultats de l'application de la loi du 3 avril 2003 relative aux pensions complémentaires et ceux de la loi du 20 juillet 2004 relative à certaines formes de gestion collective de portefeuilles d'investissement.

Un nouvel équilibre entre objectifs financiers et ISR

A la lumière des éléments précédents, on conçoit la difficulté de concrétiser l'ISR, en particulier au sein des fonds de pension et des compagnies d'assurance, généralement conservateurs et risk averse. En effet, pour ces derniers, l'ISR semble difficile à inscrire dans la logique de rentabilité financière car il les oblige à reconsiderer leur stratégie de placement des capitaux pour trouver un équilibre entre les contraintes financières et les objectifs de responsabilité sociale.

En effet, l'ISR entraîne des implications sur la gestion du portefeuille institutionnel : l'univers d'investissement de l'institutionnel est réduit du fait de l'ISR ; l'allocation des avoirs s'en trouve plus ou moins largement modifiée ; la structure du portefeuille dévie proportionnellement par rapport à celle du benchmark ; la comparaison des performances est bousculée. Cela n'est pas pour plaire aux gestionnaires de fonds. C'est pourquoi, dans un premier temps, ils travaillent souvent avec un mécanisme d'exclusion ou via des critères positifs mais unidimensionnels.

Ainsi, l'ISR institutionnel se développe lentement. Car la question se pose de savoir si l'investisseur professionnel est réellement prêt à modifier son fonctionnement, voire à sacrifier du rendement pour l'ISR. A ce jour, il semble que les OPC, les fonds de pension et les compagnies d'assurance restent majoritairement dans l'expectative : l'intention est présente mais la concrétisation se fait attendre.

Car le mariage des contraintes financières et socialement responsable n'est pas simple. Ainsi, les institutionnels prônent la sévérité des critères extra financiers, et c'est à leur honneur, mais en même temps ils veulent pouvoir

procéder à la sélection des valeurs dans un univers d'investissement large. Or, tant que l'ISR n'est pas généralisé, plus les critères sont sévères, plus l'univers d'investissement rétrécit.

A ce niveau, les pouvoirs publics, qui jouent déjà un important rôle d'exemple, pourraient favoriser le décollage de l'ISR grâce à un incitant ou à l'obligation de placer un pourcentage minimum selon des critères sociaux, environnementaux et éthiques. Ce faisant, ils libéreraient les gestionnaires de fonds du poids de la décision et donc de la responsabilité.

Nous recommandons d'imposer aux sociétés d'investissement, fonds de pension et compagnies d'assurance l'obligation d'investir un pourcentage donné de leurs capitaux dans des fonds ou des entreprises socialement responsables.

Parallèlement, à pas feutrés, l'activisme actionnarial fait son apparition sur la scène belge. Chez les uns, on discute de sa faisabilité, de son étendue, de son impact ; chez les autres, les procédures se mettent en place pour participer aux assemblées générales.

En combinant l'approche 'best in class' et l'activisme actionnarial, les institutionnels assument une responsabilité sociale optimale car ils interviennent à tous leurs niveaux d'action pour induire des changements de comportements durables au sein des sociétés dont ils détiennent une part des actions. Ils deviennent ainsi des sujets agissants, des investisseurs socialement responsables.

Nous recommandons de prévoir une obligation de transparence quant aux politiques de vote suivies par les investisseurs institutionnels lors des assemblées générales des entreprises dont ils sont actionnaires.

Changer de point de vue

Certes, nous n'en sommes pas encore là. Pour l'instant, les institutionnels tentent davantage d'ajuster l'ISR à leur mode opératoire plutôt que de s'adapter à l'ISR.

Or, la démarche de l'ISR nécessite un changement de mentalité de la part des investisseurs institutionnels car l'ISR est un pari sur l'avenir, sur le changement des comportements qui entraînera une gestion de l'entreprise non plus uniquement basée sur l'accumulation du profit mais aussi sur l'impact durable de l'activité de l'entreprise.

L'avenir de l'ISR passera par la demande des investisseurs institutionnels. Ces derniers marquent leur intérêt pour cette niche prouvant ainsi l'énorme potentiel de ce marché. Mais le passage à l'acte n'est pas toujours aisé. Une prise de position claire de la part des autorités pour renforcer le cadre légal en termes d'ISR serait un déclencheur certain. En l'absence de ce moteur, il est à peu près certain que les investisseurs institutionnels belges continueront à placer leurs capitaux dans l'ISR par 'saupoudrage', plus pour améliorer leur image de marque que pour faire évoluer réellement la société vers un développement durable.

Gageons que tous les acteurs financiers et politiques prendront les mesures nécessaires pour voir la réalisation du second scénario.

GLOSSAIRE

Action: titre représentant une part du capital d'une entreprise. Le rendement est déterminé par le dividende annuel distribué (en fonction des bénéfices de l'entreprise) et par l'évolution du cours de l'action (dépendant de la situation boursière générale ainsi que des éléments propres à l'entreprise).

Activisme actionnarial: Consiste à exercer son pouvoir d'actionnaire, par le biais de son droit de vote, aux assemblées générales des entreprises cotées en bourse afin d'améliorer le comportement éthique, social et/ou écologique de l'entreprise dont on est actionnaire, en favorisant le dialogue avec les dirigeants, en exerçant des pressions, en soutenant une gestion responsable, en proposant et en soumettant au vote des assemblées générales annuelles des préoccupations sociétales...

Best in class: méthode de sélection qui consiste à retenir les entreprises les plus avancées au niveau de leurs responsabilités sociétales, dans leurs secteurs d'activité.

Branche 23: produit d'assurance dont l'investissement est effectué par l'intermédiaire de fonds de placement.

Commission solidaire: somme d'argent versée au secteur associatif pour la réalisation de ses projets.

Critères éthiques négatifs: les critères d'exclusion (ou négatifs) visent à exclure de l'univers d'investissement certaines entreprises en fonction de la nature, du lieu, de la pratique,... de leurs activités. L'exclusion sera soit globale (exclusion de l'entièreté du secteur d'activité, exclusion géographique), soit nuancée (exemple: exclusion des entreprises dont plus de 5% du chiffre d'affaires provient de la vente d'armes).

Critères positifs: les critères positifs sélectionnent les entreprises, qui au-delà d'une rentabilité financière, respectent des critères sociaux et environnementaux précis.

DJSIGI - Dow Jones Sustainability Group Index: indice boursier "éthique" lancé en 1999. Fruit d'un partenariat entre le gestionnaire de fonds suisse, SAM, spécialisé en stratégie d'investissement durable et la société Dow Jones.

Durable (Sustainable): terme émanant de la notion de développement durable: "Développement qui répond aux besoins des générations actuelles sans compromettre ceux des générations futures". Définition donnée en 1987 par la Commission mondiale sur l'environnement et le développement de l'ONU, appelée Commission Brundtland.

Duration : La duration est la durée de vie moyenne pondérée, exprimée en nombre d'années, de l'ensemble des cash flows futurs actualisés d'une obligation. Elle nous donne la longévité effective d'un titre.

EIRIS: bureau de recherche éthique anglais. Bureau indépendant qui fournit à ses clients des informations sur les pratiques environnementales et sociales des entreprises.

Ethique: l'éthique peut être définie comme un ensemble de règles morales et de conduite qui vont guider notre comportement professionnel et/ou personnel.

Ethibel: bureau de conseil indépendant dans le domaine des placements durables et éthiques, créé en Belgique en 1992 sous la forme d'une association sans but lucratif.

EUROSIF: European Sustainable and Responsible Investment Forum. Forum européen pour l'investissement responsable et durable, née en 2001 sur l'initiative des cinq forums européens (France, Allemagne, Italie, Pays-Bas et Grande-Bretagne) pour l'investissement responsable. Son objectif est l'échange d'informations et d'expertises pour tous les acteurs européens intéressés par l'investissement socialement responsable.

Finance éthique et solidaire: concept qui entend traiter l'argent et ses multiples facettes (épargne, investissement, crédit, gestion d'un compte...) non plus sous un angle de stricte rentabilité économique mais en y adjoignant des considérations d'éthique et de solidarité.

Fonds commun de placement (FCP): fonds, non dotés de la personnalité juridique, constitués par un patrimoine indivis, géré par une société de gestion pour le compte des investisseurs, qui sont en quelque sorte des copropriétaires.

FTSE4Good: indice boursier "éthique" lancé en 2001. Fruit d'un partenariat entre le bureau de recherche éthique anglais EIRIS et la société FTSE. Le FTSE4Good se prononce "footsie for good".

Indice boursier: mesure synthétique de l'évolution des cours à partir d'un ensemble de titres/valeurs représentatifs des secteurs économiques.

Investissement éthique et solidaire (ou capital solidaire): produit financier dont le capital est investi directement au sein d'organisations ou d'entreprises non cotées en bourse et appartenant au secteur de l'économie sociale. Un investissement est considéré comme solidaire si au minimum 50% de l'encours du produit est placé dans l'économie sociale.

Investissement Socialement Responsable (ISR): investissement non plus sur base uniquement de critères financiers mais en y intégrant des préoccupations sociales, éthiques et environnementales.

Investisseur institutionnel : organisme qui effectue des placements sur les marchés financiers pour son compte propre ou pour compte de tiers

Label Ethibel: label européen qui garantit la teneur éthique d'un produit financier éthique. Ce label, délivré par l'asbl Ethibel, n'est octroyé qu'aux produits financiers qui investissent exclusivement en actions et/ou obligations reprises dans le *registre d'investissement d'Ethibel*.

Notation (rating): outil d'évaluation des entreprises. Notation financière des entreprises : évaluation de la solidité financière d'un établissement financier. Cette évaluation est faite par des agences spécialisées telles que Standard and Poor's. Notation sociale et environnementale des entreprises : évaluation des performances sociales et environnementales d'une entreprise. Cette évaluation est faite par des agences spécialisées dans l'analyse sociétale telles que EIRIS, Stock at Stake, Avanzi, KLD, Vigeo ...

Obligation: promesse écrite de payer une somme d'argent spécifiée (le principal) à une certaine date future ou périodiquement pendant la durée d'un prêt, pendant laquelle un intérêt est payé à un taux fixé à des dates spécifiées. Les obligations sont émises par les entreprises, par les Etats, par les collectivités locales, par les gouvernements étrangers. Cette formule permet aux entreprises, par exemple, d'emprunter du capital à un taux inférieur à celui proposé par les banques.

Organisme de placement collectif à valeurs mobilières (OPCVM) : terme générique qui regroupe les produits de placement collectifs que sont les sicav et les FCP.

Placement éthique (ou socialement responsable ou durable): produit financier dont le capital est investi dans une sélection d'entreprises cotées en bourse, d'institutions nationales ou d'Etats qui au-delà de critères financiers traditionnels, respectent des valeurs sociales et environnementales précises.

Placement avec partage solidaire: produit financier dont le capital est investi selon les critères financiers traditionnels au sein de titres d'entreprises cotées en bourse, d'institutions nationales ou d'Etats mais dont une partie des bénéfices potentiels engendrés par le placement du capital est redistribuée (partagée) à des associations ou projets à plus-values sociales.

Placement éthique couplé d'un mécanisme de partage solidaire: produit financier qui respecte à la fois des critères éthiques (ou socialement responsables ou durables) dans la réallocation des capitaux et redistribuent

(ou partagent), de plus, une partie des bénéfices éventuellement engendrés par le placement à des associations (*placement éthique et solidaire*).

Prospectus : Instruments de publicité contenant les informations essentielles, financières et non financières, qu'une société met à la disposition des investisseurs potentiels lorsqu'elle émet des valeurs mobilières (actions, obligations, etc.) pour mobiliser des capitaux et/ou lorsqu'elle souhaite faire admettre ses valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé.

Registre d'investissement d'Ethibel: liste d'entreprises ayant été retenues après évaluation de leurs performances sociales, environnementales, économiques et éthiques définies par Ethibel.

Responsabilité sociale des entreprises (Corporate Social Responsibility): Concept signifiant que les entreprises intègrent de leur propre initiative des préoccupations sociales et environnementales au sein de leurs activités ainsi que dans leurs relations avec les différentes parties prenantes de l'entreprise. Définition du livre blanc de la Commission Européenne -CSR : a business contribution to Sustainable Development

Screening: processus de sélection (filtrage), sur base de critères prédéfinis, des entreprises par rapport à l'ensemble des entreprises d'un secteur.

Sicav : société d'investissement à capital variable. Elles sont constituées sous forme de société anonyme (SA) et leur capital est représenté par des parts. Les détenteurs de sicav sont donc des actionnaires. Leur capital varie en fonction des souscriptions et des rachats de parts.

SiRi Company: "Sustainable Investment Research International Group" : réseau international d'organismes d'analyse sociétale, regroupant des agences de notation en Europe, Amérique et Asie et dont l'objectif est de créer une plate-forme de collecte d'information commune afin d'harmoniser l'analyse sociétale des entreprises.

Sociétal: prise en considération de la société au sens large, c'est à dire de son environnement naturel et humain. Sociétal = social + environnement.

Solidaire: principe qui se caractérise par le fait d'avoir conscience d'une responsabilité et d'intérêts communs qui entraîne pour les uns l'obligation morale de porter assistance aux autres.

Stakeholders (parties prenantes): personne, communauté ou organisation influant sur les activités d'une entreprise ou concernée par celles-ci. Les parties prenantes peuvent être internes (salariés par exemple) ou externes (clients, fournisseurs, actionnaires, financiers, communauté locale, ONG'S...). *Définition du Livre Vert de la Commission Européenne.*

Stock at Stake: société anonyme créée en juin 2000 par Ethibel. Stock at Stake est le bureau de recherche du groupe Ethibel. Il est chargé de la recherche sur la responsabilité sociale des entreprises principalement pour les fonds de placements socio-éthiques et autres investissements socialement responsables.

Triodos Research: bureau de recherche éthique du groupe Triodos. Bureau situé en Hollande et qui évalue les entreprises sur base de leurs pratiques environnementales et sociales.

BIBLIOGRAPHIE

AOF - *Les fonds ISR doivent encore convaincre* - in <http://www.boursorama.com/opcvm/detail-actualite-opcvm.php?news=2761715> – 20 juin 2005

BAUDRU, D. et KECHIDI, M. - *Les investisseurs institutionnels étrangers : vers la fin du capitalisme à la française?* -, Revue d'Economie Financière, n°48, pp.93-105 - 1998

BAUE, William – *SRI growing amongst European institutional investors and in Asian emerging markets* - octobre 2003

BUREAU FEDERAL DU PLAN, ZUINEN Nathalie - *Working paper 2-04- Financement des entreprises pour un développement durable* – janvier 2004

CANALZ - Interview de Marc Bontemps, directeur d'Ethibel – journal télévisé du 16 juin 2005

CFIE – *Engagement actionnarial et développement durable, étude sur l'état des lieux en France des pratiques d'engagement actionnarial* – avril 2004

CHARLET Marc - *Les sicav ne sont plus des actionnaires passifs* - in L'extra du Soir – 12 octobre 2004

CSR EUROPE / AVANZI / SiRi COMPANY – *A study on SRI funds' strategies and operating conditions* – 2002

CSR EUROPE, DELOITTE, EURONEXT – *Investing in Responsible Business , The 2003 survey of European fund managers, financial analysts and investor relations officers* – 2003

DELOITTE & TOUCHE – Socially Responsible Investment Survey 2002

DOMINI SOCIAL INVESTMENTS, Steven D. LYDENBERG, – *Envisioning Socially Responsible Investing: a model for 2006* – automne 2002

ELLIPSON – Socially Responsible Investment by Pension Funds - février 2001

ETHIBEL - *Mesurer la durabilité: le schéma d'évaluation d'Ethibel* – in http://www.ethibel.be/subs_f2_label/sub2_2.html

EUROSIF – *Transparency guidelines for engagement voting in Institutional investment* – version6.1

EUROSIF – *Pension programme, Socially Responsible Investment* - toolkit 2004-2005

EUROSIF – *Socially Responsible Investment among European institutional Investors* - 2003 report

GALLOY, P. – *L'éthique, oui; la solidarité, très peu* - in La libre Belgique, 30 novembre 2004

INVESTMENTS AND PENSIONS EUROPE — *Market Report, investment funds in Belgium may be growing but it's still one of the least open markets in Europe* - EUROPEAN FUND FOCUS p. 12, avril 2005

INVESTMENTS AND PENSIONS EUROPE — *Alternatives: Ethical funds may be a hard sell to the sceptical but also good for relationships with the committed* - EUROPEAN FUND FOCUS p. 15, avril 2005

INVESTMENTS AND PENSIONS EUROPE - *Belgian schemes boost UCITS investments* – in IPE.com – 15 juin 2005

IRES, SAUVIAT C. – *Syndicats et marchés financiers: bilan et limites des stratégies nord-américaines. Quelle valeur d'exemple pour les syndicats en Europe* – Revue de l'IRES n° 36 – février 2001

JUSTPENSIONS - *Socially Responsible Investment and international Development, a guide for trustees and fund managers* – mai 2001

JUSTPENSIONS - *Will UK pension funds become more responsible ?, a survey of trustees* – janvier 2004

JUSTPENSIONS - *Do UK Pension Funds Invest Responsibly? A survey of current practice on Socially Responsible Investment* - www.eksif.org

LEGRAND Guy - *L'ombre de Calpers plane sur Suez* – in Tendances – 19 mai 2005

LOTERIE NATIONALE - *Nouvelle épreuve d'éthique pour les investissements de la Loterie Nationale* - <http://www.lotto.be/pages/show.aspx?Culture=fr&pageid=lln/who/etique&cache=33919f2a> - 2005

NATURAL CAPITAL INSTITUTE & HAWKEN P. – *Socially Responsible Investment: How the SRI industry has failed to respond to people who want to invest with conscience and what can be done to change it* – October 2004

PLAN FEDERAL DE DEVELOPPEMENT DURABLE 2000–2004

OCDE - *Investisseurs institutionnels - Annuaire statistique 1992-2001* - éditions 2003

RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF, DEMOUSTIEZ Alexandra – *Dossier placements éthiques et investisseurs institutionnels, cas d'étude: fonds de pension* - avril 2001

RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF, DEMOUSTIEZ Alexandra – *Guide des placements éthiques et solidaires* – octobre 2003

RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF, BAYOT Bernard, DEMOUSTIEZ Alexandra – *L'investissement socialement responsable en Belgique – rapport 2004* - juin 2004.

REVUE BANCAIRE ET FINANCIERE – *Dossier Epargne-pension & Assurance-pension* – Forum financier - octobre 2002/7

REVUE BANCAIRE ET FINANCIERE – *Dossier Pensions and Investments funds* – Forum financier -mars 2003/2

SOCIAL INVESTMENT FORUM - *2003 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States* - décembre 2003

UK SOCIAL INVESTMENT FORUM, MATHIEU Eugénie – *Response of UK Pension Funds to the SRI Disclosure Regulation* – octobre 2000

UNIVERSITEIT NYENRODE, Prof. Dr. HUMMELS H., TIMMER, D, Vereniging van Beleggingsanalisten – *Tussen Meerwaarde en Moraal, de ontwikkeling van duurzaam beleggen binnen de Nederlandse Pensioenfondsen* – 2003