

# WORKING PAPER

# 2-04

## Financement des entreprises pour un développement durable



**Bureau  
fédéral du Plan**

Analyses et prévisions économiques

Avenue des Arts 47-49

B-1000 Bruxelles

Tél.: (02)507.73.11

Fax: (02)507.73.73

E-mail: [contact@plan.be](mailto:contact@plan.be)

URL: <http://www.plan.be>

N. Zuinen

Janvier 2004



A stylized graphic in light gray showing a hand with fingers spread, holding a globe. The globe is represented by a large, curved line that forms the top and left side of a circle, with several straight lines radiating from the center to the right, representing the globe's surface.

# **Financement des entreprises pour un développement durable**

N. Zuinen

Janvier 2004





## Le Bureau fédéral du Plan

Le Bureau fédéral du Plan (BFP) est un organisme d'intérêt public.

Le BFP réalise des études sur les questions de politique économique, socio-économique et environnementale.

A cette fin, le BFP rassemble et analyse des données, explore les évolutions plausibles, identifie des alternatives, évalue les conséquences des politiques et formule des propositions.

Son expertise scientifique est mise à la disposition du gouvernement, du parlement, des interlocuteurs sociaux, ainsi que des institutions nationales et internationales.

Le BFP assure à ses travaux une large diffusion. Les résultats de ses recherches sont portés à la connaissance de la collectivité et contribuent au débat démocratique.

## Internet

URL: <http://www.plan.be>

E-mail: [contact@plan.be](mailto:contact@plan.be)

## Publications

Publications récurrentes:

*Les perspectives économiques*

*Le budget économique*

*Le "Short Term Update"*

Planning Papers (les derniers numéros)

*L'objet des "Planning Papers" est de diffuser des travaux d'analyse et de recherche du Bureau fédéral du Plan.*

93 *Les comptes environnementaux en Belgique*  
Guy Vandille, Bruno Van Zeebroeck - Juin 2003

94 *Les charges administratives en Belgique pour l'année 2002*  
Aurélie Joos, Chantal Kegels - Janvier 2004

Working Papers (les derniers numéros)

21-03 *Dynamique géographique de l'emploi en Belgique - Déterminants et impact des TIC*  
J. Decrop - Novembre 2003

22-30 *Filialen van Belgische ondernemingen in het buitenland: De BELMOFI-databank*  
A. Joos, H. Spinnewyn - Décembre 2003

1-04 *Toekomstverkenning voor een duurzame ontwikkeling*  
Methodologieën van de Task Force Duurzame Ontwikkeling,  
gepresenteerd door T. Bernheim - Janvier 2004

Reproduction autorisée, sauf à des fins commerciales, moyennant mention de la source.

Editeur responsable: Henri Bogaert  
Dépôt légal: D/2004/7433/4

---





# Table des Matières

Avant-propos	1
FINANCEMENT DES ENTREPRISES POUR UN DÉVELOPPEMENT DURABLE	3
<b>I Description de la problématique</b>	<b>5</b>
A. Origine	5
B. Définition et classification	8
1. Les produits d'épargne et de placement solidaires	9
2. Les produits de placement éthique	10
<b>II Description de la situation en Belgique</b>	<b>13</b>
A. Evolution de l'épargne solidaire et du placement éthique et solidaire	13
1. Evolution des capitaux	13
2. Allocation des capitaux entre les différents produits de placement éthique	16
3. Rendement observé des fonds de placement éthique	19
B. Evolution du financement éthique et solidaire des entreprises	20
1. Evolution des capitaux	20
2. Allocation des capitaux entre catégories d'entreprises	21
<b>III Analyse de la situation existante</b>	<b>25</b>
A. Analyse du développement des fonds de placement éthique	25
1. Poids des produits de placement éthique sur les marchés financiers	25
2. Pertinence des critères de sélection pour un développement durable	26
3. Risque et rendements des produits de placement éthiques	26
B. Incitants au développement des produits financiers éthiques et solidaires	28
1. Comportement des épargnants	28
2. Comportement des entreprises	28
3. Comportement des intermédiaires financiers	29

IV	Le financement éthique et solidaire dans une perspective de développement durable	31
	A. Principe de responsabilité et vision mondiale	31
	B. Principe d'équité	32
	C. Principe d'intégration	33
	D. Principe de précaution et gestion des incertitudes	33
	E. Principe de participation	34
V	Perspectives de développement du financement éthique et solidaire	37
VI	Annexe: Structure et fonctionnement du marché financier	41
	A. Notions relatives à la concurrence parfaite	41
	B. Notions relatives au fonctionnement du marché financier	41
VII	Bibliographie	45

---



## Avant-propos

Ce document décrit la problématique du financement des entreprises pour un développement durable, l'état de sa situation en Belgique en relation avec le reste du monde et l'intérêt d'une approche de développement durable pour la gérer.

Ce travail aidera toute personne qui souhaite mieux connaître, voire étudier, la question du financement éthique et solidaire des entreprises dans un contexte de développement durable. Il est également utile pour les débats entre autorités publiques et société civile relatifs au développement durable.

Ce *working paper* est un document connexe au deuxième Rapport fédéral sur le développement durable *Un pas vers un développement durable?* La problématique du financement éthique et solidaire des entreprises est l'une des 10 problématiques abordées par ce rapport. Comme ce *working paper* aborde cette problématique de façon plus complète que le deuxième rapport, ces 2 documents sont complémentaires.

Certains liens entre la problématique du financement éthique et solidaire des entreprises et les 9 autres problématiques du rapport sont mis en évidence: stratégies de production des entreprises, économie sociale, utilisation des technologies de l'information et de la communication, pêche et diversité biologique en milieu marin, utilisation des plantes génétiquement modifiées, production et consommation d'énergie, mobilité et transport des personnes, santé au travail, consommation de tabac. Le texte renvoie assez souvent le lecteur à l'évaluation de la politique et à la construction de scénarios de développement durable faites dans le deuxième rapport.

Ce *working paper* peut toutefois se lire indépendamment du deuxième rapport fédéral sur le développement durable. La dernière version de ce texte a été finalisée après la publication du rapport. C'est pourquoi il a été possible d'actualiser certaines informations par rapport à celles présentées dans le second rapport fédéral.

Ce *working paper* a bénéficié de la relecture attentive de plusieurs personnes à l'intérieur et à l'extérieur du Bureau fédéral du Plan. Nous remercions à cet égard très sincèrement Chantal Kegels, Eric De Keuleneer, Tim Benijts et Herwig Peeters pour leur contribution à ce document.





## FINANCEMENT DES ENTREPRISES POUR UN DÉVELOPPEMENT DURABLE

Les marchés financiers ont connu à la fin des années '90 une croissance spectaculaire des produits financiers éthiques. Cette tendance semble indiquer que les épargnants sont de plus en plus sensibles à l'utilisation de leurs capitaux. Mais plusieurs questions sont posées: Quels sont ces produits financiers éthiques? Quels types d'activités et d'entreprises leurs capitaux servent-ils à financer? Les entreprises financées par ces capitaux respectent-elles les principes d'un développement durable?

Pour faciliter la compréhension de ce document, nous utiliserons le terme "produits financiers éthiques et solidaires". Ces produits financiers éthiques et solidaires sont aussi appelés couramment produits financiers "durables" ou "socialement responsables". L'usage de tel terme plutôt que de tel autre n'est actuellement pas clairement défini. Nous préférons éviter le terme "produits financiers durables" qui laisserait sous-entendre que tous ces produits financiers répondent aux principes d'un développement durable. Nous préférons également éviter le terme "socialement responsables" pour ne pas engendrer de confusion avec le concept de "responsabilité sociale des entreprises". Nous retenons les 2 adjectifs "éthiques" et "solidaires" car ils recouvrent 2 types de produits financiers différents qui seront décrits et analysés dans ce document.

Ce document décrit donc le fonctionnement des produits financiers éthiques et solidaires en les distinguant les uns des autres. Il décrit leur potentiel pour inciter les entreprises à mieux intégrer les principes d'un développement durable dans la gestion de leurs activités. Ce document traite de façon plus détaillée le fonctionnement des produits financiers éthiques que celui des produits financiers solidaires.

Le premier chapitre de ce document décrit la problématique du financement éthique et solidaire des entreprises et définit les concepts-clé qui y sont liés. Le deuxième chapitre décrit le développement actuel des produits financiers éthiques et solidaires. Le troisième chapitre analyse quelques caractéristiques actuelles du marché des produits de placement éthique et décrit les facteurs qui influencent le développement des produits financiers éthiques et solidaires. Le chapitre suivant montre comment cette problématique peut contribuer à un développement durable. Le chapitre final fournit quelques perspectives relatives au développement futur des produits financiers éthiques et solidaires.





## Description de la problématique

Ce premier chapitre comprend 2 sections. La première décrit l'origine de la problématique du financement éthique et solidaire des entreprises. La deuxième section définit les différentes catégories de produits financiers éthiques et solidaires.

### A. Origine

Le mouvement en faveur d'un financement éthique et solidaire des entreprises est apparu dans les pays anglo-saxons, notamment aux Etats-Unis, dès la fin du 19<sup>ème</sup> siècle à l'initiative de groupements religieux<sup>1</sup>. Ces derniers exigeaient que des critères moraux soient pris en compte lors de leurs placements financiers. Le premier fonds de placement éthique fut ainsi créé en 1928 aux Etats-Unis<sup>2</sup>. Ce n'est toutefois qu'à partir des années '60 que le mouvement a pris de l'ampleur aux Etats-Unis. L'approche était alors négative: les épargnants refusaient que leur épargne bénéficie à des entreprises actives dans le tabac, l'alcool, l'armement, etc. Dans les années '70, le concept d'"investissement socialement responsable" s'est étendu aux Etats-Unis, en grande partie en réaction au système raciste de l'Apartheid en Afrique du Sud<sup>3</sup>.

En Europe, les premiers produits financiers éthiques et solidaires ont vu le jour aux Pays-Bas dans les années '60<sup>4</sup>. En Belgique, le premier produit a été commercialisé en 1984 par la Caisse générale d'Epargne et de Retraite (CGER). Il s'agissait d'un compte d'épargne dont une partie du rendement était rétrocédé à Netwerk Vlaanderen<sup>5</sup> ou à un projet à finalité sociale. Deux autres produits sont ensuite arrivés sur le marché en 1990 et 1992 ; la fin des années '90 a connu un envol de ces produits sur les marchés financiers (voir II). Il faut donc pouvoir comprendre, au-delà de cette évolution spectaculaire, le pourquoi de l'émergence de tels produits.

Les marchés financiers sont le lieu de rencontre de l'offre et de la demande de capitaux. Dans la théorie économique néo-libérale la plus répandue actuellement, le fonctionnement des marchés repose sur le postulat suivant: dans un marché efficace, *"la poursuite par chacun de son intérêt personnel permet de concourir à l'intérêt*

- 
1. Social Investment Forum (1999).
  2. KBC Banque & Assurance (2001).
  3. Social Investment Forum (1999).
  4. Produits offerts par la banque Algemene Spaarbank voor Nederland ASN N.V.
  5. Netwerk Vlaanderen est une asbl qui soutient des projets plaçant l'être humain et l'environnement au centre de leurs préoccupations grâce à des crédits bon marché, des dons et en jouant l'intermédiaire lors d'emprunts. Elle a également développé des produits et services bancaires solidaires.

général"<sup>1</sup>. Cette poursuite est donc supposée déterminer les prix et les quantités optimales de biens et services échangés.

Dans cette théorie les marchés fonctionnent de façon efficace parce que la structure du marché est celle de la concurrence parfaite. Cette structure de marché repose sur une série de conditions permettant d'assurer une grande liberté aux échanges de biens et services. Les conditions suivantes doivent être respectées pour qu'un marché soit en concurrence parfaite (voir annexe):

- nombre élevé d'offreurs et de demandeurs;
- homogénéité du bien économique échangé;
- transparence du marché;
- mobilité parfaite des offreurs et des demandeurs.

Dans la réalité aucune des conditions requises pour garantir cette liberté n'est pleinement respectée. Par conséquent, les agents ne font pas des choix optimaux et les prix et les quantités de capitaux échangés sur les marchés financiers ne sont pas optimaux non plus.

Traditionnellement, deux raisons expliquent que ces conditions ne sont pas satisfaites sur les marchés: les coûts de transaction<sup>2</sup> sont élevés et il existe une asymétrie d'information entre offreurs et demandeurs. Cette note ne traite que de l'asymétrie d'information étant donné le rôle important de cette condition dans le cadre du financement des entreprises.

L'asymétrie d'information signifie que, lors d'une transaction, une des parties est toujours mieux informée que l'autre (généralement celle qui vend). Cette asymétrie d'information entre offreurs et demandeurs sur les marchés financiers est l'une des raisons du développement des produits financiers éthiques et solidaires. En effet, les demandeurs de capitaux disposent de plus d'informations que les offreurs de capitaux (les épargnants) et ne communiquent pas toute leur information. Par exemple, les agents bancaires n'informent en général pas les épargnants de la façon dont ils utilisent l'argent récolté sur les carnets de dépôts. Dès lors, les épargnants investissent leurs capitaux soit dans des entreprises qu'ils ne connaissent pas, soit dans des entreprises qu'ils connaissent mais dont ils ne connaissent pas ou peu la politique sociale et environnementale. Par conséquent, leurs choix de placement sont faits sur la base d'une information incomplète.

Par ailleurs, même si les épargnants disposaient de toute l'information requise, ils voudraient maximiser leur intérêt personnel. Cet intérêt personnel est mesuré par la combinaison "risque - rendement" de leur placement. Or, les indicateurs de rendements et de risques financiers communiqués aux épargnants n'intègrent pas, ou pas suffisamment, les externalités sociales et environnementales liées aux activités des entreprises. Par exemple, les coûts pour la société liés aux maladies survenant suite à l'exposition à des substances toxiques dans certaines entreprises ne sont pas pleinement intégrés dans les coûts totaux de ces entreprises, et par conséquent dans leurs résultats économiques. Les rendements financiers, qui sont calculés sur base de ces résultats économiques, ne reflètent ainsi pas ces coûts sociétaux. Les épargnants opèrent alors des choix qui peuvent être contraires à un développement durable.

---

1. De Keuleneer E. (2003). *Aspects éthiques de la surveillance des entreprises par le marché et les fusions et acquisitions*. in: *L'entreprise surveillée*. Ed. Bruylant. ISBN 2-8027-1749-9. Bruxelles.

2. Les coûts de transaction sont les coûts liés à la recherche d'information, à la négociation des contrats et à la protection contre les incertitudes lors de transaction entre les agents économiques (offreurs et demandeurs) sur les marchés.

L'asymétrie d'information et la poursuite du profit individuel en situation d'information imparfaite (prise en compte insuffisante des externalités sociales et environnementales dans les prix) expliquent que les capitaux des épargnants servent à financer des activités ne correspondant pas nécessairement à leurs vœux. Les capitaux des épargnants servent en effet à entretenir ou à relancer des activités non favorables à un développement durable<sup>1</sup>, alors que simultanément certaines entreprises, ayant des projets favorables à un tel mode de développement, ne trouvent pas de financement.

Le développement des produits financiers éthiques tente donc de combler une lacune au niveau de l'information disponible sur les marchés financiers. L'existence de tels produits permet de prendre mieux en compte certaines préoccupations éthiques des épargnants pour améliorer les mécanismes de marché. Ces produits peuvent être considérés comme un outil répondant aux vœux d'Adam Smith qui signalait déjà en 1790 que *la poursuite du profit personnel doit être tempérée par le "souci du prochain" et un "sens moral"* (cité par E. De Keuleneer<sup>2</sup>).

Ces outils du marché financier peuvent servir de levier à un développement durable. Ils peuvent, d'une part, aider les épargnants à prendre en compte des critères économiques, sociaux et environnementaux dans leurs choix de placement. Et ils peuvent, d'autre part, soutenir certaines entreprises ayant des projets contribuant à un développement durable et en aider d'autres à orienter leurs activités vers un développement durable, via la demande des épargnants pour des produits financiers éthiques et solidaires. Ils peuvent aussi influencer le développement des marchés financiers en améliorant la formation des prix des actions des entreprises sur les marchés financiers via une meilleure prise en compte des externalités sociales et environnementales.

Toutes ces questions sont posées dans les travaux sur le développement durable à l'échelle internationale depuis quelques années. Si le rôle-clé du secteur financier dans la promotion d'un développement durable n'a pas été mentionné à Rio en 1992, il fut de mieux en mieux reconnu dans la suite des négociations internationales sur le développement durable. En 1999 lors de la septième session des négociations à la Commission du développement durable, les gouvernements s'étaient engagés à *"entreprendre des études sur le rôle du secteur financier dans la promotion de modes de consommation et de production durables, et à encourager davantage les initiatives volontaires favorables à un développement durable par ce secteur qui soient adaptées aux conditions nationales"*<sup>3</sup>. En 2002 à Johannesburg, les gouvernements sont allés plus loin en s'engageant *"à encourager les institutions financières à incorporer des considérations de développement durable dans leurs processus de prise de décision"* (18.c)<sup>4</sup>.

- 
1. Par exemple, des entreprises produisant du tabac ou de l'énergie nucléaire ou des entreprises soutenant des régimes autoritaires ou encore des entreprises dont les activités provoquent de graves dégradations environnementales et/ou violent les droits de l'homme.
  2. De Keuleneer E. (2003). *Aspects éthiques de la surveillance des entreprises par le marché et les fusions et acquisitions*. Dans *L'entreprise surveillée*. Ed. Bruylant. ISBN 2-8027-1749-9. Bruxelles.
  3. Il s'agit d'une traduction faite par le Bureau fédéral du Plan étant donné qu'il n'existe pas de traduction française de ce document. Le texte original en anglais est le suivant: *undertake studies on the role of the financial sector in promoting sustainable consumption and production, and further encourage voluntary initiatives suited to national conditions for sustainable development by that sector (12b)*.
  4. Il s'agit d'une traduction faite par le Bureau fédéral du Plan dans l'attente d'une traduction officielle de ce paragraphe du Plan de mise en oeuvre de Johannesburg. Le texte original en anglais est le suivant: *encourage financial institutions to incorporate sustainable development considerations into their decision-making processes (18.c)*.

---

## B. Définition et classification

Les marchés financiers permettent la rencontre entre les agents en surplus qui offrent du capital financier et les agents en déficit qui demandent du capital financier. Dans ce document, nous appellerons les agents en surplus les épargnants et les agents en déficit les entreprises<sup>1</sup>. Pour une série de raisons non abordées dans ce document, l'échange direct de capitaux entre les épargnants et les entreprises est en général difficile. C'est pourquoi interviennent sur les marchés financiers des intermédiaires financiers, qui assurent la rencontre entre l'offre et la demande de capital financier. En situation d'intermédiation, ils transforment l'épargne qu'ils reçoivent des épargnants en crédit aux entreprises. En situation de désintermédiation, ils investissent l'épargne qu'ils reçoivent des épargnants en titres (actions, obligations, etc.) boursiers.

Ce sont les intermédiaires financiers qui développent les produits financiers éthiques et solidaires et les proposent aux épargnants et aux entreprises. Ils récoltent des capitaux provenant d'épargnants soucieux de l'utilisation qui est faite de leurs capitaux sur des produits d'épargne ou des produits de placement dits éthique ou solidaire. Ils utilisent ensuite ces capitaux soit pour octroyer des crédits à des entreprises qui ont des projets solidaires, soit pour acheter des titres d'entreprises cotées en bourse qui respectent certains critères éthiques.

Ces produits financiers éthiques et solidaires sont basés sur des critères financiers classiques de rendement et de risque, mais aussi sur des critères sociaux (emploi, relation avec la communauté locale, relation avec les pays en développement, risques pour la santé, etc.) et/ou des critères environnementaux (pollution de l'air, pollution de l'eau, etc.) pour sélectionner les entreprises qu'ils permettent de financer.

La suite de cette section décrit en particulier les produits financiers éthiques et solidaires offerts par les intermédiaires financiers aux épargnants, car ces produits ont été fortement développés par les intermédiaires financiers au cours des 10 dernières années.

Les produits financiers éthiques et solidaires proposés par les intermédiaires financiers aux épargnants peuvent être classés selon 2 critères, comme le montre le tableau 1:

- produits d'épargne ou produits de placement (1);
- produits financiers solidaires ou produits financiers éthiques (2).

(1) Les **produits d'épargne** sont des comptes ouverts par les intermédiaires financiers aux épargnants. Les épargnants alimentent leurs comptes en effectuant des versements en capitaux et reçoivent de l'intermédiaire financier une rémunération en échange qui est le taux d'intérêt. Les **produits de placement** sont des portefeuilles de valeurs mobilières (actions, obligations, etc.)<sup>2</sup> développés par les intermédiaires financiers. Les épargnants achètent des parts de ces portefeuilles et reçoivent une rémunération en contrepartie qui dépend du rendement du portefeuille.

---

1. En théorie, les entreprises ainsi que les ménages et l'Etat sont des demandeurs de fonds. Néanmoins dans les faits, seules les entreprises et l'Etat sont des demandeurs nets de capitaux. Dans cette note, nous ne traiterons que du cas des entreprises.

2. Voir annexe pour plus de détail.

(2) Les produits financiers solidaires reposent sur une philosophie et un fonctionnement tout à fait différent de ceux des produits financiers éthiques. Ces 2 classes de produits sont décrites ci-dessous.

**TABLEAU 1 - Les produits financiers solidaires et éthiques: classification**

	Produits d'épargne	Produits de placement
Solidaire	Produits d'épargne solidaire	Produits (fonds) de placement solidaire
Ethique	Produits d'épargne éthique	Produits (fonds) de placement éthique

Les produits d'épargne éthique n'étant pas développés par les intermédiaires financiers, ce document se limite par la suite à l'analyse des produits d'épargne et de placement solidaire et des produits de placement éthique.

## 1. Les produits d'épargne et de placement solidaires

Les produits d'épargne et de placement solidaires comportent un mécanisme de solidarité qui permet aux intermédiaires financiers de financer des entreprises ayant des projets dits solidaires ou à plus-value sociale (exemples: projet dans l'économie sociale, projet dans le logement social, projet relatif à la protection de l'environnement, projet de formation de personnes défavorisées) et qui ne trouvent pas de financement sur le marché financier traditionnel.

Le mécanisme de solidarité des produits financiers solidaires peut prendre différentes formes:

- l'intermédiaire financier alloue un pourcentage de l'encours des capitaux placés par les épargnants au financement d'entreprises ayant des projets solidaires et investit le reste de façon traditionnelle;
- l'intermédiaire financier donne une partie de la rentabilité générée par l'épargne à certaines entreprises ayant des projets solidaires;
- l'intermédiaire financier rétrocède les droits d'entrée et les frais de gestion payés par les épargnants au profit des entreprises ayant des projets solidaires.

En choisissant de placer leurs capitaux sur des produits d'épargne solidaire, les épargnants choisissent ainsi une forme d'épargne souvent moins intéressante qu'une épargne classique d'un strict point de vue financier parce qu'ils souhaitent contribuer à un projet ayant une utilité sociale.

Sur le marché des produits financiers solidaires, il y a deux grandes catégories d'intermédiaires financiers<sup>1</sup>:

- des institutions financières solidaires ou associations alternatives de financement qui peuvent être "*des associations, fondations, sociétés de capital à risque, sociétés financières, clubs d'investisseurs, sociétés foncières, etc. Elles tirent tout ou partie de leurs ressources des produits d'épargne solidaire pour financer des entreprises ayant des projets solidaires*";
- des établissements de crédit ou des investisseurs institutionnels engagés dans une démarche de solidarité. Ils s'occupent de la gestion de produits d'épargne ou de placement solidaire et acheminent tout ou partie de la

1. FINANSOL. <http://www.finansol.org/Acteurs/default.asp> (mai 2003).

collecte vers les institutions financières solidaires avec lesquelles ils travaillent en partenariat.

## 2. Les produits de placement éthique

Les produits de placement éthique, appelés aussi fonds de placement éthique, sont des portefeuilles de titres d'entreprises cotées en bourse qui respectent une série de critères sociaux, environnementaux et financiers, ainsi que de titres d'institutions internationales et d'Etats qui répondent également à certains critères éthiques. Ces produits peuvent être répartis en catégories, appelées générations.

- *Les produits de la première génération:* ces produits reposent sur l'approche négative, à savoir qu'ils excluent des entreprises de leurs investissements sur la base de certains principes. Ces principes sont par exemple : pas de financement des entreprises productrices de tabac<sup>1</sup>, pas de financement des entreprises actives dans l'énergie nucléaire, pas de financement des entreprises impliquées dans le commerce d'armes (voir tableau 2).

**TABLEAU 2 - Exemple d'approche négative dans la constitution de fonds de placement éthique: l'exclusion des sociétés de tabac**

Aux Etats-Unis, "un nombre croissant d'épargnants institutionnels – des plans de retraite des Etats aux hôpitaux et universités – excluent les titres des sociétés de tabac. La prise de conscience grandissante des efforts passés des sociétés de tabac à camoufler les preuves relatives aux risques encourus par les fumeurs en matière de santé, le ciblage des adolescents dans les campagnes publicitaires, le tout couplé à une moindre performance des titres des sociétés de tabac alimentent le mouvement de désinvestissement par rapport aux titres des sociétés de tabac. Le tabac est le critère le plus couramment utilisé - 96 % de l'ensemble des actifs sélectionnés n'ont aucune participation dans des holdings opérant dans le secteur du tabac."

Source: Social Investment Forum (1999).

- *Les produits de la seconde génération:* ces produits se basent sur un ensemble limité de critères positifs pour sélectionner les entreprises qui peuvent faire partie des fonds de placement. Ils analysent généralement uniquement un aspect social ou environnemental de la gestion de l'entreprise. Il peut s'agir de la gestion des ressources humaines, de la protection de l'environnement, du respect de droits de l'homme dans les pays en développement, etc. L'analyse des critères se base sur l'information fournie par l'entreprise sur ces sujets. Ces fonds peuvent faire l'objet d'un contrôle par une organisation indépendante (voir infra).
- *Les produits de la troisième génération:* ces produits vont plus loin dans la sélection d'entreprises que ceux de la deuxième génération. Ils se basent sur un ensemble de critères très larges pour apprécier le comportement de l'entreprise (voir tableau 5 ci-dessous). Ces fonds peuvent également faire l'objet d'un contrôle par une organisation indépendante (voir infra).
- *Les produits de la quatrième génération<sup>2</sup>:* il s'agit de produits de la troisième génération dont l'analyse et l'évaluation font de plus l'objet d'une *communication avec les parties prenantes*, c'est à dire les actionnaires, les dirigeants de

1. Une analyse de la problématique de la consommation de tabac dans une perspective de développement durable est disponible dans le deuxième rapport fédéral sur le développement durable *Un pas vers un développement durable?*
2. La quatrième génération n'est pas toujours distinguée de la troisième génération.

l'entreprise, les travailleurs, les syndicats, les clients, les fournisseurs, les riverains, les membres d'associations actives dans le domaine de l'environnement, de la paix, du tiers-monde. Cette communication permet, d'une part, d'obtenir des informations de différentes sources relatives à l'entreprise concernée, et, d'autre part, d'introduire un dialogue visant à améliorer les actions menées par les entreprises pour s'orienter vers un développement durable. De plus, le respect des critères fait systématiquement l'objet d'une évaluation par une organisation indépendante.

Au sein des produits de placement éthique, les produits de la première génération sont apparus les premiers sur les marchés financiers. Les intermédiaires financiers ont ensuite proposé des produits de deuxième génération et plus récemment des produits de troisième et quatrième générations. Ces produits coexistent à l'heure actuelle.

Simultanément au développement de ces produits, des agences de notation se sont créées qui déterminent une série de critères économiques, sociaux et environnementaux relatifs à la gestion des entreprises (voir tableau 3) et qui contrôlent le respect de ces critères auprès des entreprises qui le souhaitent. Ces agences interviennent en amont du travail fait par les intermédiaires financiers.

---

### **TABLEAU 3 - Critères d'analyse des entreprises**

---

Une étude consacrée au développement des produits de placement éthique en Europe a comparé les critères utilisés par différentes agences de notation européennes pour analyser les entreprises et déterminer si elles peuvent appartenir à un fonds de placement éthique. Il en ressort que les principaux critères utilisés sont les suivants:

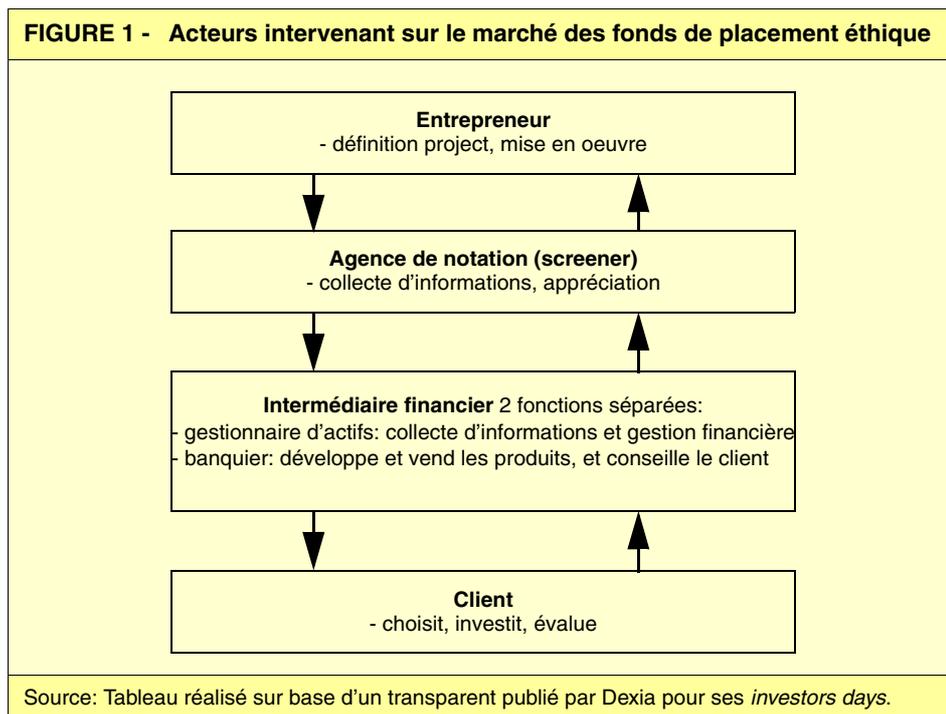
- la politique de l'entreprise, ses principes de fonctionnement et ses systèmes de gestion;
- les stratégies et objectifs opérationnels en vue d'améliorer la performance sur les questions sociales et environnementales;
- les procédés et structures mis en place pour s'assurer de la mise en oeuvre efficace de la politique de l'entreprise dans ces domaines;
- la politique d'information (publication de rapports) sur les questions environnementales et sociales;
- l'impact de l'activité de l'entreprise sur l'environnement et la communauté dans laquelle elle intervient;
- les relations avec les parties prenantes.

A ces éléments s'ajoutent parfois, et notamment dans le cadre d'une évaluation environnementale, l'examen des procédés de production et des produits et services.

---

Source: Morand Francis D. Pascale. (2001).

Le figure 1 représente ainsi l'ensemble des acteurs intervenant sur le marché des produits de placement éthique: l'entrepreneur qui fait appel au marché financier pour financer ses projets, les agences de notation qui analysent le fonctionnement des entreprises selon un ensemble de critères (voir tableau 3), l'intermédiaire financier qui d'une part, collecte de l'information auprès des agences de notation et gère les fonds sur le marché financier (fonction de gestionnaire de fonds) et qui d'autre part, développe des fonds de placement éthique, les vend et conseille les épargnants (fonction de banquier); enfin, le client ou l'épargnant qui investit son épargne dans un fonds de placement éthique de son choix.



Certaines agences de notation établissent un registre d'investissement, à savoir une liste d'entreprises qui répondent positivement aux critères appréhendés. Les intermédiaires financiers qui constituent un fonds de placement composé uniquement de titres d'entreprises reprises dans le registre d'investissement de ces agences peuvent bénéficier d'un certificat/label (octroyé par l'organisation) attestant la qualité "éthique" du fonds, c'est à dire la conformité des entreprises aux critères retenus par l'organisation décernant le label.



## Description de la situation en Belgique

Pour décrire les caractéristiques du développement des produits financiers éthiques et solidaires et leur contribution à un développement durable en Belgique, il faut s'intéresser:

- à l'évolution des capitaux placés par les épargnants sur les produits d'épargne et de placement solidaires et sur les fonds de placement éthiques offerts par les intermédiaires financiers. C'est la première partie de ce chapitre (point II.A).
- à l'évolution des capitaux investis par les intermédiaires financiers dans les entreprises répondant à certains critères éthiques et/ou octroyés à des entreprises ayant des projets solidaires afin de financer leurs activités<sup>1</sup>. C'est la deuxième partie de ce chapitre (point II.B).

La grande majorité des indicateurs et des données mentionnés dans cette section proviennent d'Ethibel et de l'étude de Tim Benijts de la Handelshogeschool d'Anvers sur le rendement socio-économique des produits financiers éthiques. L'étude de Tim Benijts portait principalement sur la période 1995-2000, c'est pourquoi la plupart des indicateurs présentés ci-dessous présentent également des données relatives à cette période.

### A. Evolution de l'épargne solidaire et du placement éthique et solidaire

Pour analyser l'évolution de l'épargne solidaire et du placement éthique et solidaire, cette section présente des indicateurs relatifs à l'évolution des capitaux placés par les épargnants sur les produits d'épargne solidaire et sur les produits de placement éthique et solidaire, ainsi que des indicateurs relatifs à l'allocation des capitaux entre les produits de placement éthique et des indicateurs relatifs à la rentabilité de ces produits.

#### 1. Evolution des capitaux

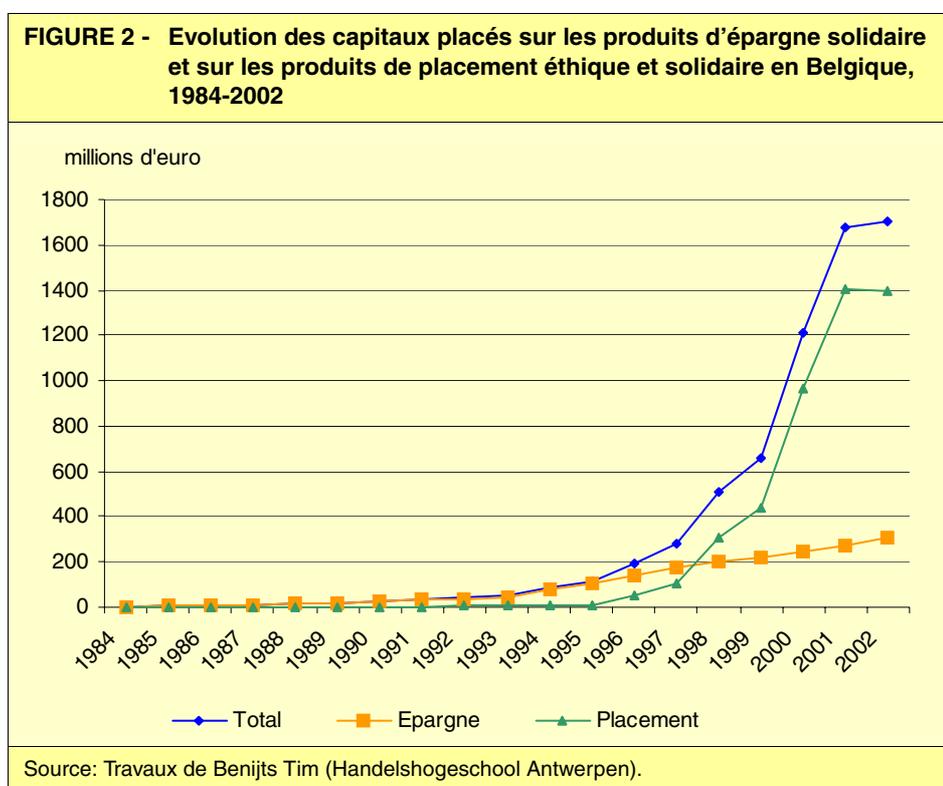
Depuis le début des années '90, le volume des capitaux placés dans les produits d'épargne solidaire et les produits de placement éthique et solidaire a connu une croissance spectaculaire. Atteignant un montant de 21,4 millions EUR au début des années '90, le volume de ces capitaux est passé à 86,1 millions EUR en 1995 et

---

1. Etant donné que les intermédiaires financiers ne réaffectent pas pleinement les capitaux récoltés sur les produits d'épargne et de placement éthiques au financement d'entreprises durables, il n'y a pas d'égalité entre les capitaux placés par les épargnants dans les produits d'épargne et de placement éthiques et les capitaux empruntés par des entreprises dites éthiques.

à 1,7 milliard EUR fin 2002, soit une croissance moyenne de 43 % par an entre 1990 et 2002. C'est entre 1995 et 2001 que la croissance a été la plus importante: 54,4 % en moyenne par an<sup>1</sup> (voir graphique 2). En 2002, le montant des capitaux placés dans ces produits financiers s'est stabilisé en raison notamment du climat très morose sur les marchés financiers.

Cette croissance vigoureuse dans les années '90 est non seulement due à l'augmentation du nombre d'épargnants choisissant d'investir leur argent dans des produits financiers éthiques et solidaires, mais aussi au montant investi par personne dans ces produits. Alors qu'ils étaient environ 8 000 au début des années '90 à placer leur épargne ou une partie de celle-ci dans des produits financiers éthiques et solidaires, les épargnants sont actuellement environ 100 000 à adopter un tel comportement. Quant au montant moyen investi par habitant en Belgique dans ces produits, il est passé de 11 EUR par personne en 1995 à 165 EUR par personne fin 2002.



Le montant total des capitaux placés sur les produits d'épargne solidaire et sur les produits de placement éthique et solidaire reste cependant marginal par rapport à l'ensemble des capitaux placés sur les marchés financiers. Il ne représentait en effet que quelque 0,62 % de ces capitaux en Belgique en 2001.

La Belgique est néanmoins le pays européen où les produits de placement éthique sont les plus développés proportionnellement à la taille du marché des fonds de

1. Le surplus de croissance, c'est à dire la différence entre le taux de croissance des capitaux placés dans les produits éthiques et les capitaux placés sur d'autres produits correspondants mais non classés comme éthiques, a été en moyenne de 27,7 % pour les produits d'épargne et de 115,8 % pour les produits de placement entre 1994 et 1999 (source: calculs effectués par T. Benijts-Handelshogeschool Antwerpen).

placement. Fin 2001, la part de l'encours des fonds de placement éthique dans l'ensemble des autres fonds de placement OPCVM (Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières) y était de 1,70 % (voir tableau 4). La Belgique était suivie par la Suisse, les Pays-Bas et le Royaume-Uni. C'est néanmoins aux Etats-Unis que les produits financiers éthiques sont le plus développés: ceux-ci représentent actuellement environ 13 % de l'ensemble des placements gérés professionnellement<sup>1</sup>. Néanmoins, la définition des produits financiers éthiques aux Etats-Unis et dans les pays anglo-saxons en général est beaucoup plus large que celle utilisée dans les autres pays européens, notamment en Belgique.

**TABLEAU 4 - Part de l'encours des fonds de placement éthique dans l'ensemble des autres fonds de placement OPCVM en Europe, juin 2001-décembre 2001 (%)**

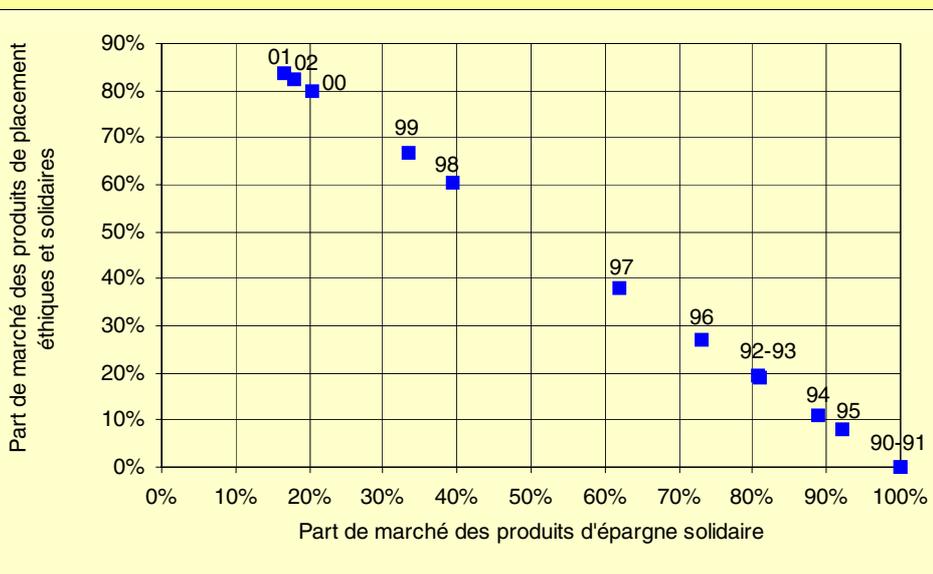
Pays	Juin 2001	Décembre 2001
Belgique	1,47	1,70
Suisse	1,47	n.a.
Pays-Bas	1,45	1,61
Royaume-Uni	1,03	n.a.
Italie	0,43	n.a.
France	0,13	n.a.
Allemagne	0,1	n.a.
Moyenne européenne	0,43	n.a.

Source: SiRi Group (2001) et (2002).

La croissance des capitaux investis en Belgique dans les produits financiers éthiques et solidaires s'est opérée tant au niveau des produits d'épargne que des produits de placement. Néanmoins, les produits de placement ont pris de plus en plus d'ampleur par rapport aux produits d'épargne au cours des années '90. Le graphique 2 montre l'importance progressivement croissante de 1990 à 2002 des produits de placement éthique et solidaire au détriment des produits d'épargne solidaire. Alors que les produits de placement éthique et solidaire représentaient 19 % de l'ensemble des produits financiers éthiques et solidaires en 1992, ils comptaient pour 82 % de ces produits en 2002. La tendance inverse est observée pour les produits d'épargne solidaire.

1. Social Investment Forum (1999). P.10.

**FIGURE 3 - Part de marché respective des produits d'épargne solidaire et des produits de placement éthique et solidaire en Belgique, 1990-2002 (%)**

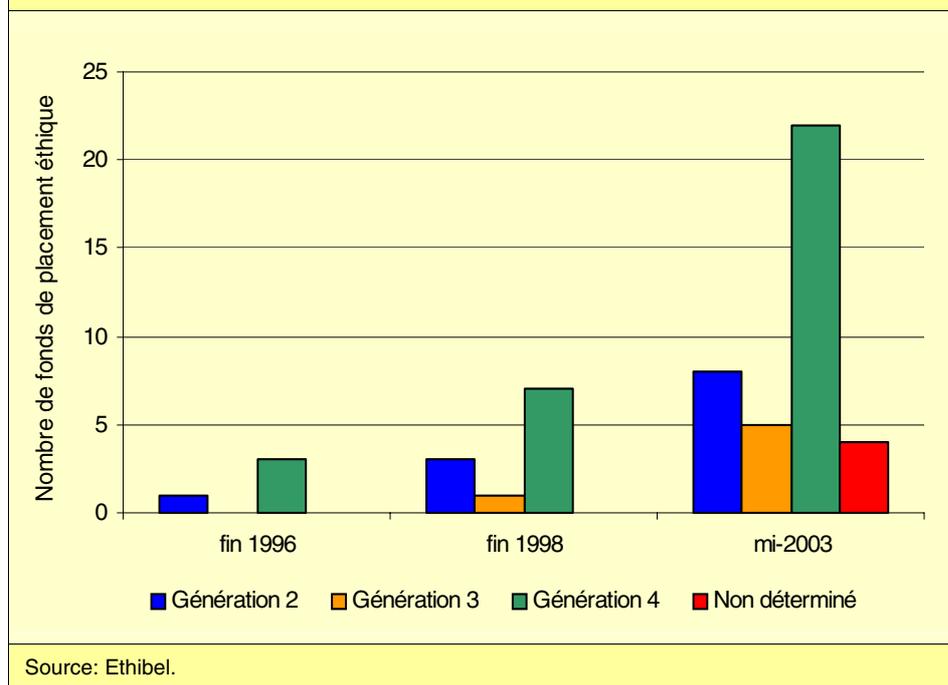


Source: Travaux de Benijts Tim (Handelshogeschool Antwerpen).

## 2. Allocation des capitaux entre les différents produits de placement éthique

La croissance des capitaux placés en Belgique dans les fonds de placement éthique est également liée à l'augmentation du nombre de ces fonds ouverts par les banques ces dernières années<sup>1</sup>. Alors qu'il n'existait que 4 fonds de placement éthique en 1996, ils étaient 39 mi-2003. Les nouveaux fonds créés sont principalement des fonds de seconde ou de quatrième génération: parmi les 35 fonds créés entre 1996 et juin 2003, 7 sont des fonds de seconde génération, 5 sont des fonds de troisième génération, 19 sont des fonds de quatrième génération et 4 sont non déterminés (voir graphique 4).

1. Des facteurs conjoncturels et fiscaux expliquent cette évolution. Ils ne seront cependant pas abordés dans cette note.

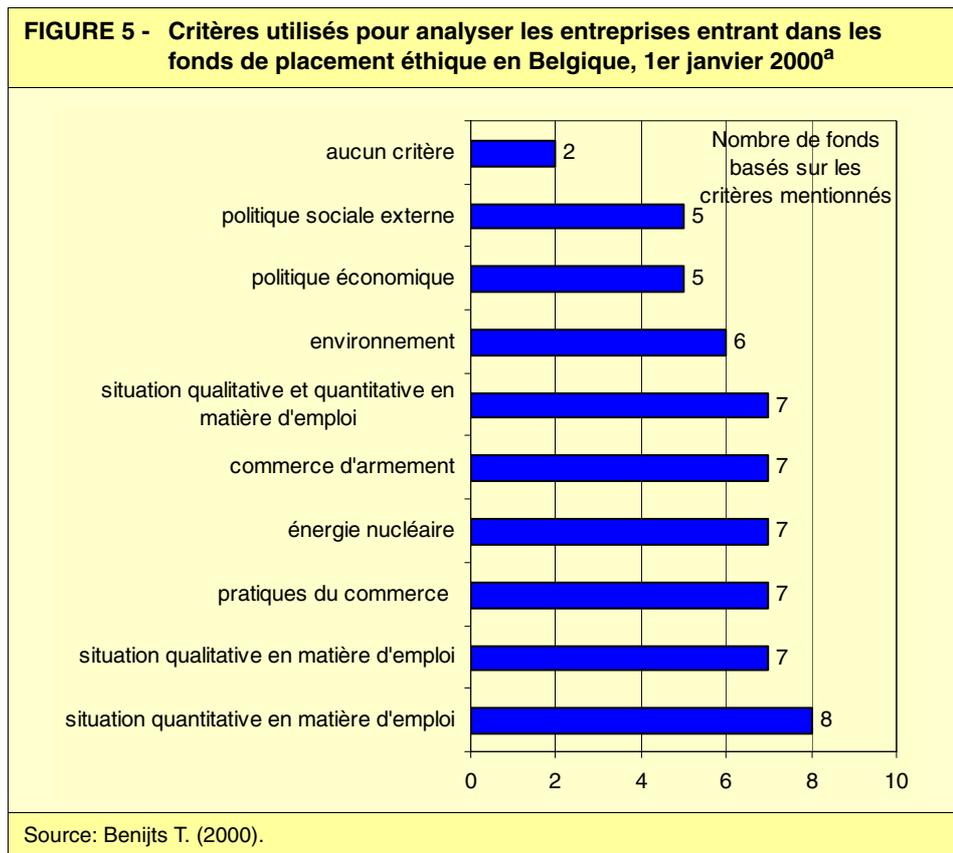
**FIGURE 4 - Nombre de fonds de placement éthique en fonction de leur génération en Belgique, 1996-mi-2003**

En Belgique, une agence de notation appelée Ethibel (asbl) analyse et contrôle les produits de seconde, troisième et quatrième génération<sup>1</sup>. Il s'agit d'un bureau indépendant de conseil dans le domaine des investissements socio-éthiques et environnementaux. Ethibel a établi une liste très large de critères englobant la politique sociale interne, la politique environnementale, la politique sociale externe et la politique éthico-économique. Elle analyse, sélectionne et contrôle les entreprises sur la base de ces critères. Les entreprises qui répondent positivement aux critères font partie du registre d'investissement d'Ethibel. Pour qu'un produit de placement reçoive le certificat Ethibel, il faut qu'il ne comprenne que des entreprises appartenant au registre d'investissement d'Ethibel<sup>2</sup>. Le certificat Ethibel est un label de qualité européen pour les produits de placement éthique valable, aujourd'hui, pour tous les pays de l'Union européenne<sup>3,4,5</sup>.

L'importante augmentation des fonds de quatrième génération sur le marché belge et le fait que 16 de ces 22 fonds de quatrième génération bénéficient du certificat Ethibel suggèrent que de plus en plus de fonds s'établissent sur des critères plus stricts en matière de développement durable.

1. Il n'y a pas en Belgique d'autre organisation ayant les mêmes fonctions qu'Ethibel. Néanmoins, les organisations "Réseau Financement Alternatif" et "Netwerk Vlaanderen" tendent à développer certaines activités similaires.
2. Ethibel analyse tous les fonds de placement éthiques existant sur le marché belge mais n'octroie un certificat qu'aux fonds qui respectent l'ensemble des critères. C'est pourquoi des fonds de la seconde génération peuvent être contrôlés sans pour cela avoir un certificat.
3. D'autres agences de notation semblables existent en Europe tel que Eiris (Angleterre), Centre Info (Suisse), IMUG (Allemagne), Vigeo (France).
4. Le label Ethibel et sa méthodologie sont déposés pour tous les pays européens.
5. Ethibel distingue 4 générations de fonds de placement éthiques telles que décrites au point précédent. "Dans la sélection finale des entreprises qui entrent en considération pour une insertion dans un fonds de placement de la quatrième génération, l'évaluation incombe à une commission d'experts externes. De cette manière, l'on garantit l'objectivité, l'indépendance et la portée sociétale de l'évaluation". <http://www.ethibel.org>.

Quant aux critères retenus pour sélectionner les entreprises à financer, les critères les plus utilisés par les 12 fonds de placement éthiques en vigueur au 1er janvier 2000 étaient les suivants<sup>1</sup>: 8 fonds analysaient la situation quantitative en matière d'emploi<sup>2</sup>, 7 fonds analysaient la situation qualitative (conditions de travail) en matière d'emploi, 7 fonds analysaient les pratiques commerciales, 7 fonds excluaient les entreprises actives dans l'énergie nucléaire, 7 fonds excluaient les entreprises actives dans le commerce d'armes, 7 fonds analysaient la situation qualitative et quantitative en matière d'emploi, 6 fonds prenaient en compte des critères relatifs à l'environnement, 5 fonds prenaient en compte des critères relatifs à la politique économique interne et 5 fonds prenaient en compte des critères relatifs à la politique sociale externe (voir graphique 5).



a. 12 fonds à cette époque.

Dans ce contexte, plusieurs sociétés ont développé des indices de valeurs éthiques. Il s'agit de valeurs de référence permettant de mesurer les performances financières des différents produits de placement éthique et de fournir un aperçu global des prestations financières des entreprises leader en matière de développement durable. Aux Etats-Unis, un indice Dow Jones soutenable "*Dow Jones Sustainability Index*" a notamment été créé à côté du célèbre indice Dow Jones. En 2002, Ethibel a également créé un indice, l'*Ethibel Sustainability Index*. Cet indice est constitué selon les critères de sélection de la quatrième génération (voir III.B) et sa composition est communiquée sur le site Internet d'Ethibel ([www.ethibel.org](http://www.ethibel.org)).

1. Un fonds peut prendre plusieurs critères en compte. Les fonds de troisième et quatrième générations prennent en compte des critères relatifs aux 3 composantes d'un développement durable.
2. Les entreprises sont par exemple sélectionnées en fonction de l'évolution de l'emploi au cours des 5 dernières années.

### 3. Rendement observé des fonds de placement éthique

La mesure du rendement des produits de placement éthique fait l'objet de nombreuses analyses financières. Bien que la jeunesse de ces fonds rende l'analyse de leur performance difficile, plusieurs études récentes montrent que les rendements offerts par les produits de placement éthique dans la seconde moitié des années '90 ne sont pas inférieurs aux moyennes observées sur les marchés.

Par exemple, une étude menée par la KBC comparant 3 indices éthiques<sup>1</sup>, dont un indice constitué sur le registre d'investissement d'Ethibel, à leur *benchmark*<sup>2</sup> montre que le rendement moyen des fonds de placement éthique a été significativement plus élevé pendant la période 1996-2000<sup>3,4</sup> (voir tableau 5). Le surplus de rendement que les indices éthiques présentent par rapport à leur benchmark respectif s'est cependant accompagné d'un risque plus élevé, comme l'indique la volatilité annuelle moyenne des indices dans le tableau 8 (voir aussi III.A pour une analyse des rendements et des risques des placements éthiques).

**TABEAU 5 - Exemple de comparaison du rendement et du risque des indices éthiques avec leurs benchmarks, 1996-2000 (%)**

Indice éthique (benchmark)	Rendement annuel moyen (en EUR) (en %)		Volatilité annuelle moyenne (l'écart-type, en %)	
	indice éthique	benchmark	indice éthique	benchmark
DJSGI <sup>a</sup> (DJGI world <sup>b</sup> )	25,1	21,6	20	16,8
DSI 400 <sup>c</sup> (S&P 500 <sup>d</sup> )	35	33	16,2	13
Ethibel (MSCI world <sup>e</sup> )	29,9	23	24,5	14,8

a. Dow Jones Sustainability Group Index calculé par le Dow Jones Sustainability Group et le bureau d'étude suisse SAM.

b. Dow Jones Global World Index.

c. Domini 400 Social Index publié par le bureau international "Kinder, Lynderberg, Domini & Co".

d. Standard & Poor's 500.

e. Indice mondial MSCI (Morgan Stanley Capital International).

Source: KBC Banque & Assurance (2001).

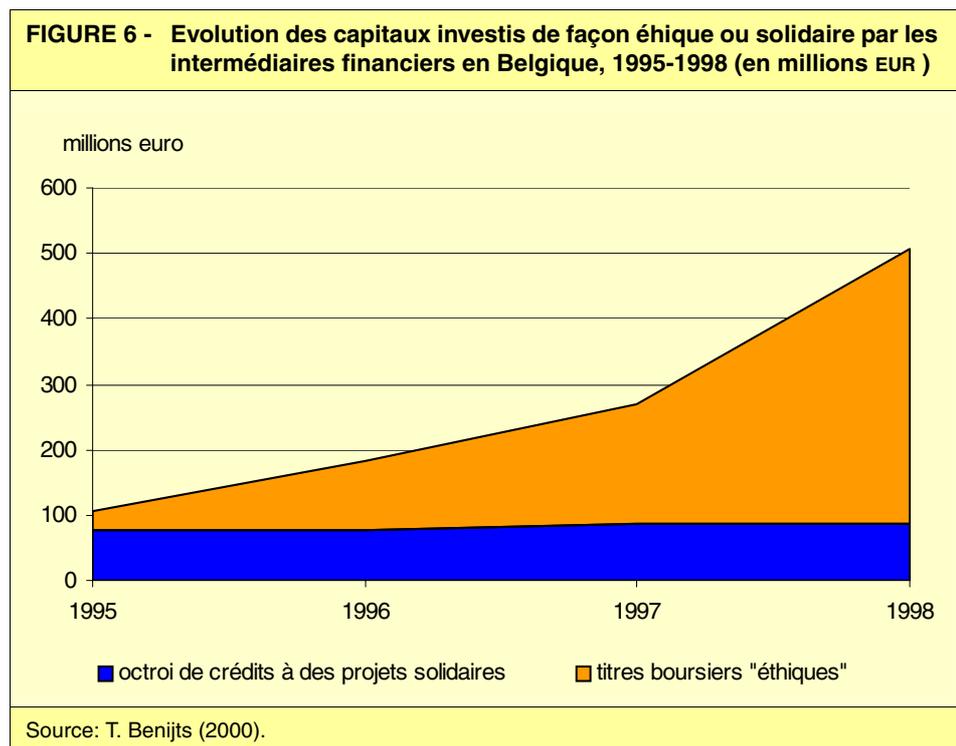
1. A savoir la moyenne pondérée des cours d'un échantillon de titres d'entreprises éthiques sélectionnées pour leur représentativité. [http://www.annufinance.com/cgi-bin/lexique\\_financier/search.cgi?query=indice;28/04/03](http://www.annufinance.com/cgi-bin/lexique_financier/search.cgi?query=indice;28/04/03).
2. Valeur de référence
3. KBC (2001), p.10.
4. Voir aussi les analyses d'Ethibel et Vermeir W. Corten F. Placements durables: la relation complexe entre durabilité et rentabilité.

## B. Evolution du financement éthique et solidaire des entreprises

Pour analyser l'évolution du financement éthique et solidaire des entreprises, cette section présente des indicateurs relatifs à l'évolution des capitaux fournis par les intermédiaires financiers à des entreprises ayant un projet à plus value sociale (octroi de crédits) et à des entreprises cotées en bourse respectant certains critères éthiques (achat de titres boursiers). Elle fournit aussi des indicateurs sur l'allocation des capitaux entre catégories d'entreprises. Etant donné que les données sur le coût du financement ne sont pas facilement disponibles, cette section ne comprend pas d'indicateurs s'y rapportant.

### 1. Evolution des capitaux

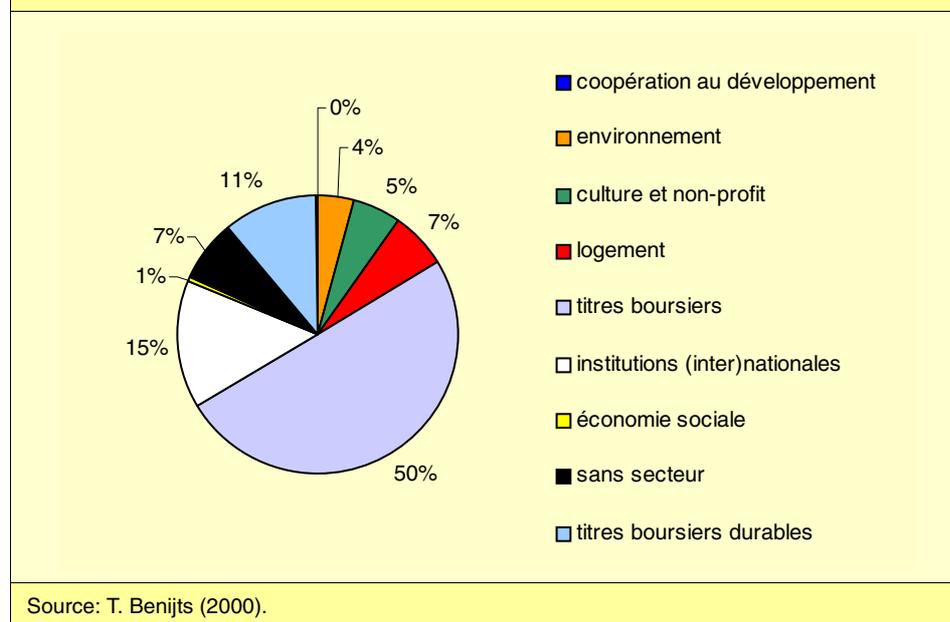
Etant donné l'augmentation des fonds récoltés sur les produits d'épargne et de placement éthique et solidaire, le capital mis à disposition de projets solidaires ou investis dans des titres éthiques a également augmenté de façon importante entre 1995 et 1998, passant de 107,1 millions EUR en 1995 à 506,8 millions EUR en 1998. Ce sont principalement les capitaux investis en titres éthiques qui ont augmenté passant de 31,0 millions EUR en 1995 à 420,6 millions EUR en 1998 (voir graphique 6)



## 2. Allocation des capitaux entre catégories d'entreprises

Une analyse de la répartition sectorielle de l'ensemble de ces capitaux indique qu'ils sont investis pour 50 % dans des titres d'entreprises cotées en bourse qui respectent certains critères sociaux et environnementaux (n'appartenant cependant pas au registre Ethibel), pour 15 % dans les institutions nationales et internationales d'utilité publique telles que la Banque mondiale, la Banque européenne d'investissement, etc., pour 11 % dans des titres d'entreprises cotées en bourse et appartenant au registre d'investissement d'Ethibel, pour environ 7 % dans le logement, pour 5,5 % dans le secteur de la culture et dans le secteur à but non lucratif, pour 4 % dans des projets relatifs à l'environnement, pour 0,6 % dans des projets d'économie sociale et pour 0,4 % dans des projets de coopération au développement (voir graphique 7).

**FIGURE 7 - Répartition sectorielle de l'ensemble des capitaux investis de façon éthique ou solidaire par les intermédiaires financiers en Belgique, 1998 (%)**



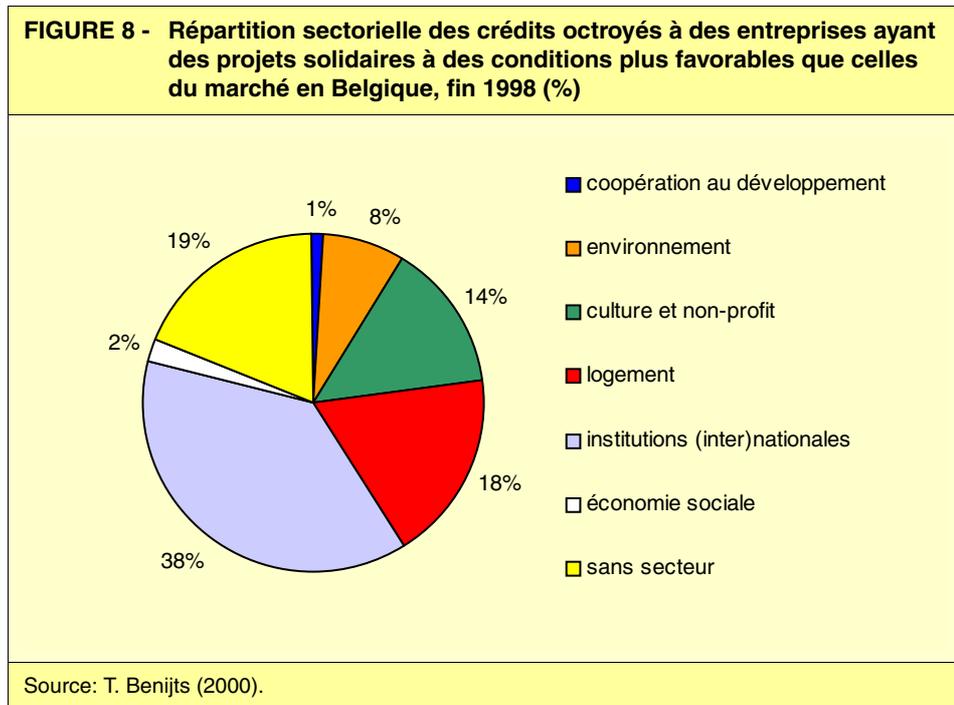
Les capitaux récoltés sur les produits d'épargne solidaire et sur les produits de placement éthique et solidaire sont soit utilisés pour octroyer des crédits à des entreprises à des conditions inférieures à celle du marché, soit investis dans des titres boursiers.

L'étude de Tim Benijts utilisée ici analyse l'utilisation des capitaux placés sur les produits financiers éthiques et solidaires par les intermédiaires financiers entre 1994 et 1998. Cette analyse porte sur tous les crédits solidaires octroyés à des conditions inférieures à celle du marché. Il en ressort notamment les éléments suivants.

Alors qu'en 1995 les crédits étaient l'affectation la plus importante: 78 % contre 22 % pour les titres boursiers, cette tendance s'est inversée. En 1998, les crédits représentaient 43 % contre 57 % pour les titres boursiers. Néanmoins, le montant des crédits octroyés par les établissements de crédit à des conditions inférieures

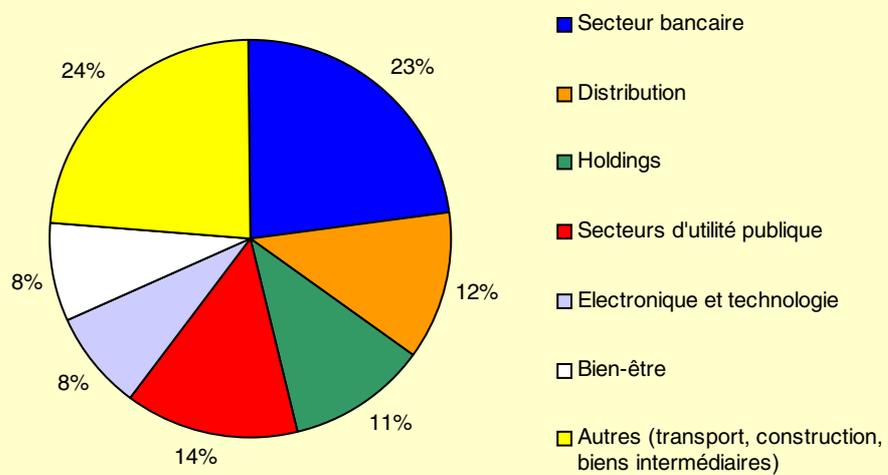
à celles du marché des entreprises ayant des projets à plus value sociale est en hausse et occupe une part de plus en plus importante dans le total des crédits octroyés par les établissements de crédit (0,023 % en 1998 contre 0,0015 % en 1994).

Les crédits solidaires sont principalement destinés aux institutions nationales et internationales d'utilité publique (38 %), au projet dans le logement (18 %), au secteur de la culture et au secteur à but non lucratif (14 %). Les projets d'économie sociale<sup>1</sup> représentent quant à eux 2 % des crédits accordés (voir graphique 8).



En ce qui concerne uniquement les achats de titres éthiques, ceux-ci bénéficient pour 23 % aux entreprises du secteur bancaire, pour 14 % aux entreprises d'utilité publique, pour 12 % au secteur de la distribution, pour 11 % dans des holding d'entreprises actives dans différents secteurs, pour 8 % dans le secteur de la technologie et également pour 8 % dans le secteur du bien-être (pharmacie, cosmétique, etc.)<sup>2</sup> (voir graphique 9).

1. Voir deuxième rapport fédéral sur le développement durable 2002 *Un pas vers un développement durable?* pour une analyse de cette problématique dans une perspective de développement durable
2. Les 25 % restant sont représentés par le secteur du transport, de la construction et des biens intermédiaires.

**FIGURE 9 - Répartition sectorielle du capital placé en actions selon des critères éthiques en Belgique, 1998 (%)**

Source: T. Benijts (2000).





## Analyse de la situation existante

Ce chapitre analyse quelques caractéristiques du marché des fonds de placement éthique décrites dans le chapitre précédent. Mais, pour différentes raisons, cette analyse n'a pu être faite pour les produits d'épargne et de placement solidaire. Ce chapitre examine aussi les incitants qui poussent les épargnants à placer leurs capitaux sur des produits financiers éthiques et solidaires, les entreprises à se faire financer via ces produits et les intermédiaires financiers à offrir ces produits sur les marchés financiers.

### A. Analyse du développement des fonds de placement éthique

L'importance prise ces dernières années par les produits de placement éthique et les bonnes prestations financières de ces produits permettent de sensibiliser les épargnants ainsi que les entreprises et les intermédiaires financiers aux divers enjeux d'un développement durable. Ces bonnes prestations peuvent servir de levier pour inciter les épargnants à placer leurs capitaux sur des produits de placement éthique. Néanmoins, certaines caractéristiques du développement des produits financiers éthiques méritent quelques commentaires et requièrent certainement des analyses plus approfondies.

#### 1. Poids des produits de placement éthique sur les marchés financiers

Comme indiqué au point A, le montant total des capitaux placés sur les produits de placement éthique reste marginal, de l'ordre de 1,47 % des fonds de placements OPCVM en Belgique et 0,43 % en Europe. Par conséquent, les capitaux placés actuellement sur ces produits ne sont pas suffisants pour influencer à la hausse le cours des titres des entreprises éthiques en les achetant, ou pour influencer à la baisse le cours des titres de ces entreprises, en les vendant, si ces entreprises ne respectent plus tous les critères retenus par les agences de notation. La masse critique nécessaire n'est actuellement pas atteinte.

Néanmoins, si les sommes gérées par ces fonds connaissent une croissance suffisante, elles pourraient atteindre une masse critique telle que les gestionnaires de ces fonds pourraient influencer à la baisse ou à la hausse les cours des titres d'entreprises respectant les critères économiques, sociaux et environnementaux retenus par les agences de notation<sup>1</sup>. Par exemple, lorsqu'un organisme de certification tel qu'Ethibel raye une entreprise de son registre d'investissement car elle ne respecte plus tous les critères retenus, les gestionnaires de ces produits doivent en principe dans un certain délai enlever cette entreprise de leur

1. Benijts T. (2000). Pg. 56.

portefeuille. Ils doivent donc vendre les titres de cette entreprise qu'ils détiennent. Si les ventes de ces titres représentaient des volumes importants sur les marchés financiers, elles pourraient avoir une influence à la baisse à court terme sur le cours des titres en question (voir tableau 6).

---

**TABLEAU 6 - Le retrait de l'entreprise Marks & Spencer du registre d'investissement d'Ethibel en mai 2001 (exemple)**

---

Suite à l'absence de transparence et de consultation lors de l'annonce par Marks & Spencer de la fermeture d'une série de magasins, le Conseil d'administration d'Ethibel a décidé de retirer Marks & Spencer de son registre d'investissement: cette entreprise n'a momentanément plus sa place dans les portefeuilles des fonds d'investissement éthique.

---

<http://www.ethibel.org>

Dans ce processus, le rôle des épargnants est donc important. Au plus les épargnants auront des exigences intégrant les principes d'un développement durable dans le placement de leurs capitaux, au plus les entreprises seront amenées à respecter ces principes. Et au plus les épargnants seront nombreux à placer des sommes de capitaux importantes dans ces produits financiers éthiques, au plus cela pourra avoir une influence sur la valeur des titres des entreprises concernées et sur le coût du capital pour ces entreprises (en baisse pour les entreprises éthiques et en hausse pour les autres entreprises - voir point IV).

## 2. Pertinence des critères de sélection pour un développement durable

Les critères de sélection utilisés par les intermédiaires financiers pour constituer des fonds de placement éthique évoluent. En Belgique, les critères négatifs ne sont pas utilisés et les critères positifs analysant le comportement des entreprises sont de plus en plus nombreux afin de mieux prendre compte la gestion des ressources humaines, environnementales et économiques.

Cette tendance est observée en Belgique par l'augmentation des fonds de quatrième génération. Cette augmentation est même plus importante que celle des fonds de seconde et troisième générations. Cette tendance est favorable au développement durable, dans la mesure où la composition de ces fonds se base sur un large éventail de critères économiques, sociaux et environnementaux et que le respect de ces critères fait l'objet d'un dialogue et d'un contrôle régulier avec les organismes de certification en la matière. Même si les entreprises sélectionnées par les agences de notation pour faire partie des fonds de quatrième génération ne respectent pas encore pleinement les principes d'un développement durable, le développement de ces fonds et les processus de certification devraient les amener à prendre de mieux en mieux en compte ces principes dans la gestion de leurs activités.

## 3. Risque et rendements des produits de placement éthiques

Comment expliquer les bons rendements et les risques élevés des fonds de placement éthique dans la seconde moitié des années '90 (voir tableau 5)? Etant donné le développement assez récent des fonds de placement éthique, il y a encore peu de certitudes sur les facteurs expliquant les bonnes performances financières des fonds de placement éthique obtenues à la fin des années '90. La méthode de backcasting utilisée pour calculer ces rendements biaise d'ailleurs en partie les

résultats car elle amène à ne considérer que les entreprises actuellement reprises dans ces fonds qui sont en fait une sélection des entreprises les plus solides sur la période analysée<sup>1</sup>.

Plusieurs études expliquent néanmoins la tendance observée au niveau des rendements et des risques au cours de la seconde moitié des années '90 par les 2 facteurs suivants.

- Le premier facteur est lié à la gestion de l'entreprise: les bonnes performances économiques des entreprises incluses dans ces fonds et leur capacité en principe à mieux gérer les risques économiques, sociaux et environnementaux que les autres entreprises expliquent en partie ces bons rendements.
- Le deuxième facteur est lié à la gestion des fonds de placement: au cours de la seconde moitié des années '90, le risque total des fonds de placement éthique était en moyenne plus élevé que celui de leur benchmark (voir II.a). Ce risque total plus élevé est dû au fait que ces fonds étaient caractérisés par une sur-représentation de certaines catégories d'entreprises au profil à risque élevé (notamment des entreprises du secteur des nouvelles technologies de l'information et de la communication). Cette sur-représentation augmentait le risque systématique<sup>2</sup> des fonds de placement éthique, ainsi que le risque non systématique en limitant la diversification des fonds<sup>3</sup>.

Sur base de cette analyse récente, comment peuvent évoluer les risques et les rendements des produits de placement éthique à l'avenir? La réponse est liée aux deux facteurs expliqués ci-dessus.

Pour ce qui est de la gestion de l'entreprise (premier facteur), comme les entreprises éthiques gèrent de façon prudente les ressources humaines et environnementales, elles diminuent une partie des risques qu'elles courent<sup>4</sup>. Ce comportement responsable fait que le risque lié aux investissements dans les entreprises éthiques devrait être plus faible<sup>5</sup> que celui dans des entreprises identiques n'adoptant pas un comportement aussi respectueux des ressources humaines et environnementales. Quant au rendement réel d'investissements dans des entreprises éthiques, il reste dépendant des performances économiques de chaque entreprise.

Pour ce qui est de la gestion des fonds de placement (deuxième facteur), si le marché du financement éthique s'accroît et permet une plus grande diversification des portefeuilles, le risque lié à la sur-représentation de certaines catégories d'entreprises dans des secteurs à haute valeur ajoutée devrait disparaître. Les rendements anormalement élevés des fonds de placement éthique seraient alors amenés à disparaître.

---

1. Cerin P., Dobers P. (2001).

2. Dans la théorie financière, le risque total d'un portefeuille a une composante "systématique" et une composante "non systématique". Le risque "systématique" reflète la sensibilité du portefeuille au marché et ne peut être éliminé par diversification. Le risque "non systématique" est lié à l'entreprise et peut donc être réduit en diversifiant le portefeuille.

3. D'autres facteurs sont également mis en avant tels que la présence dans le fonds d'entreprises à grande capitalisation boursière (corrélation positive avec les rendements observés) dans l'analyse du Dow Jones Sustainability Index (Dupré D., Girerd-Potin I. (2001)).

4. En adoptant un comportement plus respectueux de ses ressources humaines et de ses ressources environnementales, une entreprise socialement responsable court moins de risque de conflits sociaux ou de crises environnementales qui affecteraient ses prestations économiques.

5. La diminution du risque permet de réduire le taux d'actualisation des projets d'investissement de l'entreprise.

## B. Incitants au développement des produits financiers éthiques et solidaires

Le succès enregistré par les produits financiers éthiques et solidaires s'explique par le comportement des 3 acteurs: les épargnants, les entreprises et les intermédiaires financiers.

### 1. Comportement des épargnants

Trois facteurs expliquent le succès des produits financiers éthiques et solidaires auprès des épargnants.

- D'une part, les épargnants sont de plus en plus sensibles aux comportements adoptés par les entreprises à l'égard des ressources humaines et environnementales dans la gestion de leurs activités. Les accidents récents comme l'accident en mer du Nord de l'Erika (2002) provoquant de graves pollutions marines, les crises alimentaires comme celle de la dioxine ou les problèmes liés à la maladie de la vache folle, les licenciements massifs dans certaines entreprises réalisant pourtant des bénéfices, l'emploi d'hommes, de femmes et d'enfants sans aucun respect de leurs droits fondamentaux dans des activités de sous-traitance ayant lieu dans les pays en développement, etc. sont à la source de cette exigence croissante exprimée par les épargnants.
- D'autre part, ceux-ci réclament de plus en plus de transparence de la part des entreprises dans la gestion de leurs activités. Le développement des technologies de l'information permettant de diffuser mondialement et très rapidement de l'information aide et renforce cette demande.
- Enfin, comme indiqué ci-dessus (voir II.A), les rendements des fonds de placements éthique observés au cours de la seconde moitié des années '90 n'ont été en moyenne ni moins bons ni meilleurs que les rendements des produits financiers similaires qui ne sont pas reconnus comme éthiques. Malgré le risque plus élevé que présentent ces fonds à l'heure actuelle (voir II.A), leurs bonnes performances financières a supprimé un frein de taille à l'investissement dans ces fonds et a montré que la rentabilité financière n'est pas incompatible avec la prise en compte de critères sociaux et environnementaux dans la gestion d'une entreprise.

### 2. Comportement des entreprises

Pour les entreprises, les forces motrices sont différentes s'il s'agit d'une petite entreprise ayant un projet solidaire à financer ou s'il s'agit d'une grande entreprise cotée en bourse.

- Pour les entreprises ayant des projets à finalité sociale, l'objectif est de bénéficier de conditions de financement acceptables. En effet, comme ces entreprises ont en général un capital de départ assez mince et comportent des risques élevés, les conditions d'emprunt qu'elles se voient octroyées sur les marchés financiers sont souvent majorées d'une prime de risque élevée. Pour certains d'entre eux, trouver une source de financement peut même être difficile pour les raisons qui viennent d'être mentionnées. Dans ce contexte, des associations alternatives de financement se sont développées qui financent *des projets porteurs d'une rentabilité sociale en*

*plus que financière*<sup>1</sup>. C'est donc ici le besoin en capital à des conditions financières acceptables qui est la principale force motrice.

- Pour les entreprises faisant appel aux capitaux sur les marchés des actions, l'intérêt d'adopter et de mettre en oeuvre une stratégie de développement durable et d'être ainsi potentiellement reprises parmi les entreprises pouvant figurer dans les fonds de placement éthiques est double. D'une part, ce comportement peut leur permettre de réduire une série de coûts importants à court, moyen, voire long terme. Dans certaines entreprises, en effet, le niveau des primes d'assurance ou le coût des matières premières consommées peuvent être importants. Et d'autres coûts importants sont moins perceptibles tels que l'amélioration des relations avec les communautés locales, avec les fournisseurs. Un comportement réduisant à terme de tels coûts diminue les risques que court l'entreprise et doit en principe favoriser son développement. D'autre part, les entreprises se donnent une image et adoptent un nouveau positionnement sur les marchés en adoptant une stratégie de développement durable, ce qui peut leur attirer des épargnants et des consommateurs supplémentaires.

### 3. Comportement des intermédiaires financiers

Plusieurs facteurs incitent les intermédiaires financiers à proposer des produits financiers éthiques et solidaires. Que ce soit pour les produits d'épargne et de placement solidaire ou pour les produits de placement éthique, ces facteurs sont essentiellement la recherche d'une image de marque dans le domaine du développement durable<sup>2</sup> et la recherche de nouveaux marchés et de nouveaux clients.

Dans le cas des produits de placement éthique, les bons rendements enregistrés par ces produits à la fin des années '90 ont aussi incité les intermédiaires financiers à offrir ce type de produits aux épargnants.

Dans le cas des produits financiers solidaires, des associations financières solidaires se sont développées qui sont spécialisées dans le financement de projets solidaires délaissés par le marché. Elles ne sont pas tournées vers la recherche du profit. Elles développent des pratiques d'écoute, d'accompagnement et de financement particulièrement adaptées à ce type de projets<sup>3</sup>.

---

1. L'Observatoire du Crédit et de l'Endettement (2000).  
 2. L'intermédiaire financier peut se donner une image développement durable en vendant des produits d'épargne et de placement éthiques même s'il n'a pas adopté une stratégie globale de développement durable.  
 3. FINANSOL. <http://www.finansol.org/Acteurs/default.asp> (mai 2003).





## Le financement éthique et solidaire dans une perspective de développement durable

Appliquer les principes d'un développement durable à la problématique du financement des activités des entreprises permettrait-il de contribuer à la réalisation d'un développement durable? C'est ce que cette dernière partie montre en se référant aux 5 principes d'un développement durable retenus dans les deux premiers rapports fédéraux et dans le premier plan fédéral de développement durable.

### A. Principe de responsabilité et vision mondiale

Le développement des produits financiers éthiques et solidaires peut avoir des répercussions favorables à un développement durable tant au niveau mondial que local.

Au niveau mondial, les marchés des capitaux ont actuellement acquis une dimension planétaire. L'épargne d'un investisseur belge peut, par exemple, contribuer au financement d'un projet au Chili dirigé par une entreprise japonaise. Le développement de produits financiers éthiques en Belgique ou en Europe peut ainsi avoir des répercussions sur les activités d'entreprises situées aux différents coins de la planète.

Ces répercussions pourraient atteindre les sous-traitants. En effet, les critères retenus par les agences de notation pour évaluer les entreprises prennent souvent en compte les relations avec les sous-traitants qu'ils soient situés dans les pays industrialisés ou dans les pays en développement<sup>1</sup>. L'analyse faite par ces agences peut donc amener l'entreprise concernée à modifier non seulement ses modes de production, mais aussi ceux de ses sous-traitants. Il peut ainsi y avoir des effets de répercussions en cascade atteignant les sous-traitants situés dans des pays en développement.

Par ailleurs, les investissements faits dans les pays en développement proviennent actuellement en majorité de flux de capitaux privés (et non plus de prêts bilatéraux ou multilatéraux). L'instauration de critères sociaux et environnementaux de même qu'une plus grande transparence dans l'affectation des capitaux privés pourraient donc servir aussi de levier à un développement durable dans ces pays.

---

1. Voir à cet effet l'analyse de cas faite sur le label social dans le second rapport fédéral de développement durable.

De même, la prise en compte non seulement de critères économiques, mais aussi de critères sociaux et environnementaux dans les décisions de délocalisation d'entreprises vers les pays en développement pourrait améliorer le fondement de telles décisions. Ce serait de nature à favoriser la perspective d'un développement durable, de même que la compréhension de ces décisions de délocalisation par tous les acteurs concernés.

Au niveau local, le financement de petits projets à finalité sociale rendus possibles grâce aux produits financiers solidaires permet de mettre sur pied des projets qui en principe n'auraient pas vu le jour. Ce mode de financement contribue de plus à un développement plus respectueux des ressources humaines et environnementales locales, favorisant ainsi un développement durable à l'échelle de la planète. Il s'inscrit donc aussi dans le principe "penser globalement, agir localement".

## B. Principe d'équité

Dans le cadre d'analyse supposant que les conditions de la concurrence parfaite sont satisfaites et qui domine la théorie économique actuellement, le fait que chaque acteur maximise individuellement son bien-être doit permettre d'optimiser la production de biens et services dans l'intérêt général (voir point I.A). Mais cet optimum ne dit rien de la répartition sociale des ressources<sup>1</sup>. Le fonctionnement des marchés financiers ne permet pas d'allouer automatiquement de façon équitable les capitaux financiers. L'une des raisons de cette absence d'allocation équitable est le fait que les prix, qui sont au centre des décisions des offreurs et des demandeurs de capitaux, n'intègrent pas toutes les informations sociales et environnementales. Dans ce contexte, l'accroissement des produits financiers éthiques et solidaires, qui prennent en compte des critères sociaux et environnementaux, peut avoir un impact favorable sur l'équité tant intra- qu'inter-générationnelle (double équité).

Le marché des actions est fortement influencé par les perspectives de profit à court terme. Or, ce marché sert à financer des projets qui produiront leurs effets sur plusieurs années, voire décennies ou siècles. Une analyse de leurs impacts potentiels (économiques, sociaux ou environnementaux), à moyen et long terme doit donc recevoir plus d'attention que ce n'est le cas actuellement lors des décisions d'investissement. Mais il est permis de suggérer qu'un contexte international favorisant, notamment via le marché des actions, les stratégies de développement durable dans les entreprises pourrait inciter les acteurs financiers à assumer davantage leurs responsabilités par rapport aux générations présentes et futures. Cela peut se faire lors des décisions d'achat et de vente de titres d'entreprises ainsi qu'en étant présent en tant qu'actionnaire aux assemblées générales des actionnaires pour influencer les décisions relatives à la gestion des entreprises (activisme actionnarial). Le développement des produits financiers éthiques peut donc contribuer à améliorer cette double équité.

Les produits d'épargne solidaire permettent le financement de projets à finalité sociale qui cherchent à améliorer les conditions de vie des êtres humains et la protection de l'environnement. Ces projets visent à mieux répondre aux besoins des

---

1. Löwenthal P. (1989). *Une économie politique*. Editions Universitaires et De Boeck Université. Bruxelles.

générations actuelles, en terme d'emploi ou de formation par exemple, ainsi qu'aux besoins des générations futures, en préservant les ressources naturelles par exemple. Le développement des produits financiers solidaires permettrait lui aussi de mieux appliquer le principe d'équité.

### C. Principe d'intégration

L'apparition des produits financiers éthiques et solidaires permet de soutenir les entreprises ayant des projets solidaires et/ou d'inciter les entreprises à mieux respecter sur une base volontaire les ressources humaines et environnementales au cours de leurs activités tout en sensibilisant les épargnants aux enjeux d'un développement durable.

Dans la situation actuelle du financement des entreprises, la plupart des épargnants et les intermédiaires financiers se basent presque exclusivement sur les critères financiers traditionnels de rendement et de risque pour effectuer leurs placements. Une distinction entre les projets favorables à un développement durable et ceux qui ne le sont pas n'est généralement pas opérée par les épargnants et les intermédiaires financiers dans leurs choix de placement. Or, le recours aux produits financiers éthiques et solidaires implique que des critères sociaux, environnementaux ainsi que d'autres critères économiques (exemple: région en déclin) soient simultanément pris en considération.

Dans le cas des produits financiers éthiques, l'analyse des rendements actuels offerts par les produits de placement éthique semble confirmer l'idée encore intuitive que l'adoption et la mise en oeuvre de stratégie de développement durable par les entreprises ne porte pas préjudice aux épargnants.

Dans le cas des produits financiers solidaires, l'épargnant est prêt à accepter de moindre revenus financiers afin de contribuer à un projet contribuant au développement des êtres humains et à la protection des ressources environnementales. Ce sont donc les composantes sociales et environnementales qui priment, en partie au détriment de la composante économique (dans la mesure où une grande partie des externalités sociales et environnementales des modes de production actuels n'est pas intégrée dans les prix).

Néanmoins, comme l'ont mis en évidence certains indicateurs présentés au point II.B, l'argent récolté au travers des produits de placement éthique ne finance pas uniquement des activités contribuant effectivement à un développement durable. Un travail plus rigoureux sur les critères utilisés devrait être effectué pour distinguer les placements qui sont fondés sur une véritable approche de développement durable des placements qui ne le sont pas. Un système d'accréditation des organismes de contrôle serait peut-être à cet égard souhaitable.

### D. Principe de précaution et gestion des incertitudes

Les entreprises qui appliquent une stratégie de développement durable et qui peuvent de ce fait faire partie des fonds de placements éthique réduisent en principe les risques liés aux incertitudes à moyen et long terme, dans la mesure où elles essaient de respecter les ressources humaines et environnementales, tout en veillant à la rentabilité économique de leur projet.

Tout investissement comporte un risque relatif au rendement qu'il rapportera. Il y a en effet une série d'incertitudes économiques, sociales et environnementales sur le succès de tout projet financé. Ce sont en général les incertitudes relatives aux impacts économiques du projet qui sont prises en compte, mais les conséquences sociales et environnementales (acceptation sociale, dangers environnementaux, etc.), également importantes, peuvent aussi venir affecter les résultats économiques du projet. En adoptant des stratégies de développement durable, les entreprises diminuent les risques sociaux et environnementaux liés à leur projet. Dans un contexte international propice aux stratégies de développement durable, le risque financier associé à l'investissement de capitaux dans les entreprises adoptant de telles stratégies pourrait donc être moins élevé que pour d'autres investissements ne favorisant pas un développement durable.

Quant au risque des portefeuilles de titres, au plus il y aura d'entreprises prenant en compte la gestion des ressources humaines et environnementales dans leurs activités sur les marchés des capitaux, au plus les gestionnaires de portefeuilles pourront diversifier leurs portefeuilles de titres "éthiques", et au plus le risque de ces investissements sera réduit.

## E. Principe de participation

La prise en compte effective des critères sociaux et environnementaux dans l'analyse des placements financiers ne peut se faire qu'en améliorant la participation des entreprises et des épargnants à ce processus.

D'une part, il faut que les entreprises rendent publiques les informations pertinentes (il y a encore peu d'obligations légales en la matière) et gèrent de façon transparente leurs activités. C'est d'ailleurs un des engagements pris par les gouvernements lors du Sommet de la Terre à Johannesburg d'"encourager le secteur industriel à améliorer sa performance sociale et écologique grâce à des initiatives volontaires, notamment des systèmes de gestion de l'environnement, des codes de conduite, des mesures de certification et la publication d'informations sur des questions écologiques et sociales, compte tenu d'initiatives telles que les normes de l'Organisation internationale de normalisation et les directives relatives à l'établissement de rapports sur la viabilité énoncées dans le projet de rapport mondial, compte tenu du principe 11 de la Déclaration de Rio sur l'environnement et le développement" (18.a)<sup>1</sup>. Le développement du financement éthique peut renforcer cette tendance: "*The new index (le Dow Jones sustainability index) will contribute to forcing companies to make transparent, report and evaluate continuously, as well as communicate their measures in the sustainable framework*"<sup>2</sup>.

D'autre part, il faut que les épargnants s'intéressent davantage à l'ensemble des répercussions économiques, sociales et environnementales liées aux activités des entreprises. L'amélioration de cette participation engendrerait une augmentation des capitaux éthiques sur les marchés financiers. Une participation active pourrait également se traduire par la représentation d'actionnaires soucieux de la

1. To improve social and environmental performance through voluntary initiatives, including environmental management systems, codes of conduct, certification and public reporting on environmental and social issues, taking into account such initiatives as the International Organization for Standardization standards and Global Reporting Initiative guidelines on sustainability reporting, bearing in mind principle 11 of the Rio Declaration on Environment and Development (18.a).
2. Cerin P., Dobers P. (2001).

défense des valeurs sociales et environnementales dans les activités des entreprises lors des assemblées générales des actionnaires. Ceci s'observe déjà dans certaines entreprises aux Etats-Unis<sup>1</sup>, où les épargnants jouent un rôle actif dans la formulation de propositions de résolutions sur des enjeux sociaux et environnementaux aux assemblées générales (voir tableau 7).

**TABLEAU 7 - Deux exemples d'actions prises par certaines entreprises sous l'influence de résolutions introduites par les actionnaires**

- *“Ford Motor Company and Nike agreed to endorse the CERES Principles, a ten-point code of conduct created by the Coalition for Environmentally Responsible Economies that encourages companies to commit to improvements in environmental performance, reporting, and standards.”*
- *“Coca-Cola and PepsiCo were asked to increase the amount of recycled plastic used to make new plastic beverage bottles. The Coke and Pepsi resolutions asked the companies to meet the 25 percent recycling goal they agreed to nearly a decade ago, and to set an 80 percent container recovery goal by 2005. In April 2001, Coke announced a commitment to increase its level to 10 percent recycled content in all PET containers by 2005. The resolution at PepsiCo received 8.26 percent, demonstrating significant support to keep this issue before the company until significant steps are taken.”*

Source: Social Investment Forum (2001).

1. Les épargnants jouent un rôle actif dans la formulation de propositions de résolutions sur des enjeux sociaux et environnementaux aux assemblées générales.





## Perspectives de développement du financement éthique et solidaire

Les capitaux placés sur les produits d'épargne solidaire ont crû lentement mais de façon continue dans la seconde moitié des années '90. Les capitaux placés sur les fonds de placement éthique ont quant à eux connu une croissance très soutenue à la fin des années '90 (voir graphique 2). Le développement de ces produits financiers au sein de l'Union européenne s'est accompagnée par la création d'associations alternatives de financement solidaire et de nombreuses agences de notation spécialisées dans les fonds de placement éthique. Il a aussi suscité un intérêt croissant dans le chef des intermédiaires financiers pour ce type de produits. Cette tendance va-t-elle se poursuivre? Comment vont évoluer à l'avenir les capitaux placés sur les produits d'épargne solidaire et sur les fonds de placement éthique? Plusieurs facteurs plaident pour la poursuite du développement des produits financiers éthiques et solidaires.

En ce qui concerne le marché des fonds de placement éthique, la taille de ce marché en Europe est encore largement inférieure à celle des Etats-Unis. De plus, les fonds de placement éthique semblent offrir des rendements équivalents à ceux offerts par d'autres produits et ils permettent en principe de financer des entreprises plus solides car elles gèrent avec prudence les risques économiques, sociaux et environnementaux. Ces éléments devraient attirer les épargnants. Enfin, le développement des agences de notation et des indices durables devraient favoriser le développement des fonds de placement éthique. Les gestionnaires de fonds et les analystes financiers marquent notamment un intérêt croissant pour les placements éthiques (voir tableau 8).

**TABLEAU 8 - Intérêt des gestionnaires de fonds et des analystes financiers pour les fonds de placement éthique**

Il ressort d'une étude de la SOFRES que 77 % des investisseurs préfèrent des fonds de placement éthique à des fonds traditionnels, et cela en dépit de leur rendement éventuellement moins élevé à court terme. Ils sont 30 % à penser que la gestion des risques sociaux et environnementaux influence positivement la valeur de marché d'une entreprise à court terme et 86 % pensent que cela se produit à long terme. Il ressort aussi que 44 % des investisseurs interviewés perçoivent une demande spécifique pour des produits éthiques. Enfin 33 % des interviewés travaillent dans des entreprises qui offrent des produits de placement éthique et 15 % dans des entreprises qui vont développer de tels produits à l'avenir.

Source: CSR Europe (2001). *The European Survey on socially responsible investment and the financial community*. Conducted by Taylor Nelson Sofres.

En ce qui concerne les produits d'épargne solidaire, le développement d'associations alternatives de financement solidaire et le développement de l'économie sociale<sup>1</sup> devraient favoriser ce type de produits.

Enfin tant pour les produits d'épargne ou de placement solidaire que pour les produits de placement éthique, le fait que les citoyens sont de plus en plus sensibles au comportement des entreprises devrait également contribuer à leur développement.

Cependant, le développement de ces produits dépend également de l'action des gouvernements. Si les produits financiers éthiques se sont développés en Belgique sans incitant provenant du gouvernement, ils pourraient être influencés par son action.

Le deuxième rapport fédéral sur le développement durable distingue 3 visions du monde différentes: "utiliser", "gérer" et "transformer", qui sont décrites dans le tableau 9. Il en découle 3 scénarios ou perspectives fondant l'action qui diffèrent les unes des autres "quant à la nécessité et la manière d'intervenir dans les sphères sociale, environnementale et économique pour atteindre un développement durable". Ces 3 scénarios sont appliqués ci-dessous au financement éthique et solidaire des entreprises, comme cela a été fait dans le deuxième rapport fédéral sur le développement durable.

**TABLEAU 9 - Trois visions du monde développées dans le deuxième rapport fédéral sur le développement durable**

- "Utiliser": cette vision du monde considère que les risques liés à une atteinte aux stocks de capitaux économiques sont plus élevés que les risques liés à une atteinte aux stocks de capitaux humain et environnemental. Les bénéfices sociétaux des mesures de protection sociale et environnementale ne compensent pas les coûts économiques qu'ils peuvent engendrer. Cette vision plaide de ce fait pour un libre accès aux capitaux humain et environnemental au profit d'un accroissement du capital économique.
- "Gérer": cette vision du monde considère que les risques liés à une atteinte à chacun des trois stocks de capitaux sont aussi élevés les uns que les autres. Les mesures de protection sociale et environnementale sont acceptables si elles ont un coût économique minimal et que leurs bénéfices ne sont pas trop éloignés dans le futur.
- "Transformer": cette vision du monde considère que les risques liés aux atteintes aux stocks de capitaux humain et environnemental sont plus élevés que ceux liés aux atteintes au stock de capital économique. Elle considère comme essentiel de prendre des mesures de protection sociale et environnementale fortes et elle est prête à le faire même si leur coût économique est élevé et si les bénéfices ne sont prévus que dans un lointain futur.

Source: Task Force Développement durable (2003). *Un pas vers un développement durable? Résumé exécutif*. Deuxième rapport fédéral sur le développement durable. Bureau fédéral du Plan.

Dans le scénario "utiliser", le gouvernement laisse se développer en toute liberté le marché du financement éthique mais prend des mesures pour en augmenter la transparence (exemple: composition transparente des fonds de placement éthique, rapport sur la gestion des conventions de pension par les fonds de pension). Il ne prend pas de mesures pour la promotion de produits d'épargne solidaire. L'effet de cette stratégie est que le succès des fonds de placement éthique dépend entièrement de leur rendement ou du comportement spontané de certains investisseurs. Le marché fluctue sensiblement en fonction des rendements attendus. Le développement des fonds de pension (second pilier) représente une forte impulsion pour le développement des produits de placement éthique. Les produits d'épargne solidaire restent très marginaux.

Dans le scénario "gérer", le gouvernement prend quelques mesures en vue de stimuler le développement des fonds de placement éthique et les produits d'épargne et de placement solidaire. Ces mesures ont principalement un caractè-

1. Pour plus de détail sur l'économie sociale, voir Task Force Développement durable (2003a).

re informatif (exemple: définition d'un label volontaire pour les produits de placement éthique) et, dans une moindre mesure, un effet stimulant (exemple: octroi d'avantages fiscaux aux détenteurs de parts de fonds de placement éthique et de produits d'épargne solidaire - voir tableau 10). Etant donné le développement des fonds de pension, le gouvernement veille à ce que les fonds de pension publient un rapport sur la gestion de leurs fonds, contenant notamment des informations sur la stratégie d'investissement à long et à court terme et la mesure dans laquelle sont pris en compte les aspects sociaux, économiques et environnementaux. Par conséquent, les capitaux placés sur les produits d'épargne solidaire et sur les fonds de placement éthique progressent lentement. Les capitaux placés dans les fonds de placement éthique restent cependant trop limités et sont trop diversifiés que pour pouvoir véritablement influencer le comportement des entreprises. Les acteurs financiers et le gouvernement ne considèrent pas ces fonds éthiques comme l'instrument unique, qui permettra de rendre les modes de production plus durables.

**TABLEAU 10 - Le 'Groenregeling' aux Pays-Bas**

Le gouvernement peut faciliter le financement de projets très coûteux favorables à un développement durable, que le gouvernement n'a pas les moyens de financer. Des recherches internationales ont montré qu'un incitant financier de 1 franc octroyé par le gouvernement pouvait générer un investissement de 3,4 à 34 franc via les fonds de placement éthiques<sup>a</sup>. L'exemple du Groenregeling aux Pays-Bas illustré ci-dessous est parlant.

*Le gouvernement néerlandais a adopté en 1995 un règlement "de Groenregeling" relatif à l'octroi d'une exemption du précompte mobilier de 18 300 BEF sur les rentes et dividendes provenant d'institutions "vertes", à savoir des institutions qui investissent au moins 70 % de leur bilan dans des "groenverklaring". Ce règlement a attiré énormément de capitaux vers des projets favorables à l'environnement: environ 22,2 milliards BEF début 1998. Il a par exemple permis le financement du plus grand parc européen d'éoliennes (94) à Noordoost-Groningen, qui permet de fournir l'électricité à tous les habitants d'une ville de 60 000 habitants. Une étude de l'Université d'Amsterdam a montré que ce règlement avait permis d'augmenter la valeur du PIB de 4,94 milliards BEF et qu'il a contribué à la création de 1900 années d'emploi.*

a. Benijts T. (1999b).

Source: Benijts T. (2001a).

Dans le scénario "transformer", le gouvernement est convaincu que le marché des placements éthiques et des produits d'épargne solidaire peut contribuer à rendre plus durables les modes actuels de production. Le gouvernement met en place des incitants fiscaux importants pour favoriser le développement des fonds de placement éthique (voir tableau 13) et les produits d'épargne solidaire. Il définit un label volontaire basé sur des critères très sévères pour les fonds de placement éthique, label qui est régulièrement contrôlé. Il met au point un système obligatoire de rapportage social et environnemental pour les entreprises pour favoriser la transparence. Le gouvernement utilise le développement des fonds de pension pour favoriser le développement des fonds de placement éthique en imposant qu'un pourcentage donné de la capitalisation des fonds de pension soit investi en fonds de placement éthique et que ces fonds publient un rapport sur la gestion de leurs capitaux. Compte tenu des mesures prises par les pouvoirs publics et de la sensibilité des acteurs, les fonds d'investissement éthique constituent à terme la composante principale des marchés de capitaux. Ils contribuent à la réorientation des méthodes de production des entreprises.

C'est donc à la fois du comportement du gouvernement et du comportement des acteurs sur les marchés financiers (épargnants, intermédiaires financiers et entreprises) que dépend le développement futur du financement éthique et solidaire.





## Annexe: Structure et fonctionnement du marché financier

### A. Notions relatives à la concurrence parfaite

Le texte ci-dessous est extrait de Tulkens H., Jacquemin A. (1986). *Fondements d'économie politique*. Deuxième édition. De Boeck Université. pg 149.

*La structure d'un marché est celle de la concurrence parfaite lorsque les 4 caractéristiques découlant de la définition d'un marché sont remplies de la façon suivante:*

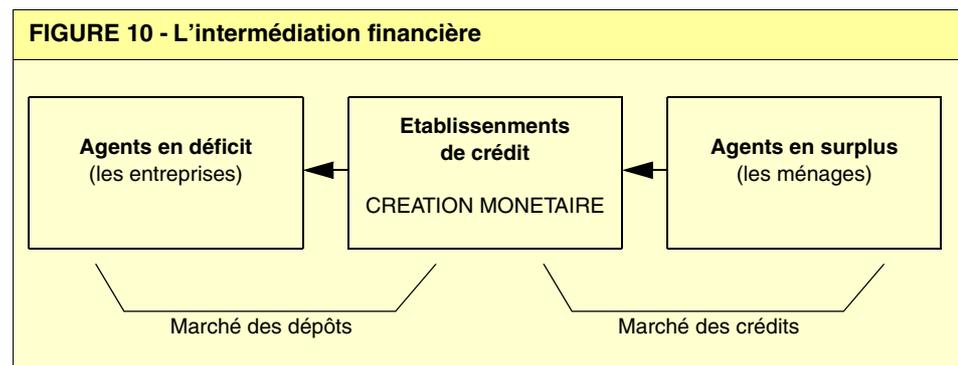
- *atomicité de l'offre et de la demande: le nombre d'offreurs et de demandeurs doit être très élevé de façon à ce qu'aucun acteur ne puisse pas en dominer ou manipuler un ou plusieurs autres;*
- *homogénéité du bien économique échangé: sur le marché de chaque bien, toutes les unités de celui-ci offertes par les divers vendeurs sont considérées comme identiques par les acheteurs; ces derniers ne font notamment pas de différence selon le fournisseur.*
- *mobilité parfaite des offreurs et des demandeurs: il y a libre entrée dans le marché et absence d'obstacles à le quitter. Cela signifie qu'il n'y a aucun obstacle à l'entrée et à la sortie du marché, tels que des quotas, des tarifs, etc.*
- *transparence du marché: tous les offreurs et les demandeurs sont parfaitement au courant des conditions de prix en vigueur, sur le marché et ailleurs, ainsi que des quantités disponibles, et des caractéristiques du produit; en d'autres termes, leur information est complète.*

### B. Notions relatives au fonctionnement du marché financier

A certains moments de leur existence, les entreprises ont besoin d'importants moyens financiers pour financer leurs activités (acquisition de biens d'équipement, financement de la recherche, fonds de roulement, etc.). Le financement de ces activités joue un rôle important dans la vie d'une entreprise.

Pour trouver ce capital financier, *les entreprises* ont recours soit à un emprunt auprès d'un organisme financier, soit à leurs fonds propres (actions et bénéfices mis en réserve). Deux cas de figure sont par conséquent à distinguer: celui de l'intermédiation lors du recours à un emprunt et celui de la désintermédiation lors de l'émission d'actions et/ou d'obligations.

Dans le cas de l'intermédiation, ce sont des établissements de crédit qui interviennent dans la rencontre entre les agents en surplus financiers (ou les épargnants) et les agents en déficit (ou les entreprises<sup>1</sup>)<sup>2</sup> - voir figure 10. Les établissements de crédit offrent des produits d'épargne (exemple: dépôts à vue, comptes d'épargne, bons de caisse) aux agents en surplus. Avec l'argent récolté sur ces produits d'épargne, ils créent de la monnaie (fonction de création monétaire des établissements de crédit réglementée par la loi) leur permettant d'octroyer des crédits aux agents en déficit (exemple: crédits d'investissement, crédit de consommation, crédit de caisse, crédit hypothécaire)<sup>3</sup>. L'utilisation qui est faite des capitaux placés sur les produits d'épargne n'est dans la plupart des cas pas connue des épargnants.



Dans le cas de la désintermédiation, ce sont des intermédiaires financiers non bancaires qui mettent en relation les agents en surplus avec les agents en déficit ou ces derniers se rencontrent directement sur le marché. C'est le cas par exemple quand Monsieur Durand achète une obligation ou une action de la société Dupont.

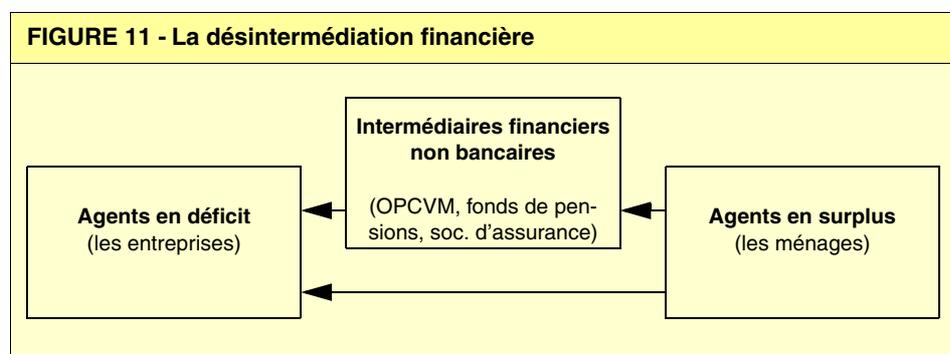
Les intermédiaires financiers intervenant en situation de désintermédiation, souvent appelés investisseurs institutionnels, sont soit des OPCVM (organismes de placement collectif en valeurs mobilières, telles que les sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) et les FCP<sup>4</sup> (fonds commun de placement), soit des sociétés d'assurance, soit des fonds de pension. Les investisseurs institutionnels achètent des titres (actions, obligations) émis par des agents en déficit et les vendent aux agents en surplus sous la forme d'actions ou de parts de fonds. Dans le cas des sociétés d'assurance et des fonds de pension, le mécanisme est un peu différent. L'épargnant paie une prime tout au long du contrat et ces primes permettent aux institutions (sociétés d'assurance ou fonds de pension) d'acheter entre autre des titres émis par les entreprises. Au terme du contrat, une partie du produit de ce

1. Le terme d'entreprise reprend ici à la fois les sociétés privées, les sociétés publiques ou semi-publiques mais aussi les associations sous leurs divers statuts qui ont des besoins de financement.
2. En théorie, les entreprises ainsi que les ménages et l'Etat sont des demandeurs de fonds. Néanmoins dans les faits, seules les entreprises et l'Etat sont des demandeurs nets de capitaux.
3. Les institutions financières souhaitant faire de la création monétaire et avoir ainsi le statut d'établissement de crédit doivent être reconnues par le gouvernement. En Belgique, c'est la Loi du 22 mars 1993, *relative au statut et au contrôle des établissements de crédit* qui définit la liste des établissements de crédit.
4. Les sicav sont des sociétés anonymes dont l'objet est la gestion collective d'un portefeuille de valeurs mobilières (actions, obligations, etc.). Les FCP sont des copropriétés de valeurs mobilières gérées par une société de gestion. La grande différence entre les deux est que les FCP n'ont pas de personnalité juridique. Ils sont constitués de parts, alors que les sicav émettent des actions. Réseau de financement alternatif (2001).

placement est retrocédé à l'épargnant soit sous la forme d'un capital soit sous la forme d'une rente.

Il n'y a pas dans cette situation de création monétaire. Les intermédiaires servent à mutualiser les risques, à surmonter les asymétries d'information et à bénéficier d'économies d'échelle. Les actions ou parts de fonds vendus par les intermédiaires financiers seront appelés par la suite produits de placement. Les capitaux placés sur ces produits servent principalement à financer des entreprises cotées en bourse, des institutions internationales et des Etats.

L'utilisation qui est faite des capitaux placés dans ces produits fait l'objet d'une stratégie de placement plus transparente<sup>1</sup>. Signalons qu'il est également possible que les agents en surplus achètent directement des titres d'entreprises sur le marché financier sans passer par un intermédiaire (voir flèche allant directement des agents en surplus aux agents en déficit sur la figure 11).



1. La composition des fonds de placement est en principe publiée par les intermédiaires financiers.





## Bibliographie

- Benijts T. (1999a). *Op weg naar een fiscale aftrekbaarheid voor sociale beleggingen*. Column Financieel Economische Tijd. 6/04/99.
- Benijts T. (1999b). *Steek uw geld in milieu, tewerkstelling of ontwikkelingssamenwerking*. In *Samenleving en politiek*. Februari 1999. 6de jaargang. nummer 2, blz. 22-29.
- Benijts T. (1999c). *Trends in duurzaam beleggen*. In *Bank- en effectenbedrijf*, Nederlands Instituut voor het bank-, verzekerings- en effectenbedrijf. Januari/februari. 50ste jaargang. nummer 1. Amsterdam. blz. 22-26.
- Benijts T. (2000). *Het sociaal-economisch rendement van ethisch-financiële producten – een onderzoek naar functies van ethische spaarproducten en fondsen*. Handelshogeschool Antwerpen.
- Birchmeier M. Schneidewind U. (1997). *Les placements écologiques, moteur d'un "changement de cap"?* Crédit Suisse. Bulletin 1-2. 1997.
- Budget & Droits (2000). *Placements éthiques*. Novembre-décembre 2000-n°153.
- Cerin P., Dobers P. (2001). *What does the performance of the Dow Jones sustainability group index tell us?* Eco-Management and Auditing. N°8. p.123-133.
- Commission européenne (2001). *Promouvoir un cadre européen pour la responsabilité sociale des entreprises*. Livre vert.COM(2001) 366 final.
- De Keuleneer E. (2003). *Aspects éthiques de la surveillance des entreprises par le marché et les fusions et acquisitions*. Dans *L'entreprise surveillée*. Ed. Bruylant. ISBN 2-8027-1749-9. Bruxelles.
- Dexia. *Investissements durables. Investors days*. <http://www.dexia.be>.
- Dow Jones Sustainability Group Index. *The index of Dow Jones Indexes and SAM Sustainability Group*. <http://www.sustainability-index.com>.
- Dupré D., Girerd-Potin I. (2001). *L'investissement financier éthique gagne la France*. Problèmes économiques. N°2.720. 4 juillet 2001.
- Ethibel. <http://www.ethibel.org>. (mai 2003).

- FINANSOL. <http://www.finansol.org/Acteurs/default.asp> (mai 2003).
- KBC Banque & Assurance (2001). *Investir durablement: plus qu'une frénésie. Courrier économique et financier*. N°3. 23 mars 2001. ISSN 1374-2108.
- L'Observatoire du Crédit et de l'Endettement (2000). *Crédit et lien social*. Fiche thématique n°22. Juin/Juillet 2000.
- Le Monde (1998). *Quand les entreprises découvrent que leur avenir passe par l'éthique*. 29 mai 1998.
- Le Soir (2000). *Gagner de l'argent pour la bonne cause*. Eco-soir. 18 février 2000.
- Morand Francis D. Pascale. (2001). *Responsible investment in Europe. Executive Summary*. Observatoire de la Finance. Juin 2001. Genève.
- Politis (2001). *Fonds éthiques. Le risque de l'imposture*. 12 avril 2001.
- Réseau de financement alternatif (2001). *INTERFACE*. Trimestriel. Juin 2001. Numéro 9.
- SiRi Group (2001). *Green, social and ethical funds in Europe 2001*. In cooperation with Euronext and CSR Europe.
- SiRi Group (2002). *Green, social and ethical funds in Europe 2002*. In cooperation with CSR Europe.
- Social Investment Forum (1999). *1999 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States. 1999 Trends Report*. 4 November 1999. <http://www.socialinvest.org/areas/research/trends/1999-Trends.htm> (mai 2003)
- Social Investment Forum (2001). *2001 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States. 2001 Trends Report*. 28 November 2001. [http://www.socialinvest.org/areas/research/trends/SRI\\_Trends\\_Report\\_2001.pdf](http://www.socialinvest.org/areas/research/trends/SRI_Trends_Report_2001.pdf) (mai 2003).
- Task Force Développement durable (2003a). *Un pas vers un développement durable? Deuxième rapport fédéral sur le développement durable*. Bureau fédéral du Plan. Bruxelles.
- Task Force Développement durable (2003b). *Un pas vers un développement durable? Résumé exécutif*. Deuxième rapport fédéral sur le développement durable. Bureau fédéral du Plan. Bruxelles.
- United Nations (1999). *Programme for the Further Implementation of Agenda 21*. New-York. 19 septembre 1997. A/RES/S-19/2.

United Nations (2002). *Report of the World Summit on Sustainable Development*. Johannesburg, South Africa. 26 August-4 September 2002. A/CONF.199/20\*.

Vermeir W. Corten F. *Placements durables : la relation complexe entre durabilité et rentabilité*.

World Resources Institute (1998). *Leverage for the environment. A guide to the private financial services industry*. ISBN 1-56973-267-1. Washington.