



QUELLE PLACE POUR L'INVESTISSEMENT SOCIALEMENT RESPONSABLE DANS LE SECTEUR BANCAIRE BELGE A L'HORIZON 2030 ? FOCUS SUR LES INVESTISSEURS PARTICULIERS.

Jury :
Promoteur :
Virginie XHAUFLAIR
Lecteurs :
Nabila BOUSSAID
Boris FAYS

Mémoire présenté par
Robin NIJSKENS
En vue de l'obtention du diplôme
de Master en sciences de gestion
à finalité Banking & Asset Management
Année académique 2016/2017

Remerciements :

Je souhaite remercier tout particulièrement Mme Virginie Xhaufclair d'avoir accepté de me suivre en tant que promotrice. Le temps qu'elle m'a accordé ainsi que ses conseils m'ont été d'une aide précieuse dans la réalisation de ce mémoire de fin d'études.

Un merci spécifique aussi à Didier Silberstein qui m'a permis d'entrer en relation avec plusieurs personnes ressources issues de son réseau professionnel.

Je tiens, par ailleurs, à remercier grandement les différents experts interrogés pour avoir accepté de me rencontrer dans le cadre de cette étude. Le fait que ces derniers m'accordent leur temps précieux malgré un emploi du temps très chargé m'a beaucoup touché. En outre, ces rencontres m'ont permis de mesurer la passion qui les anime pour le sujet « ISR ».

Enfin, un merci plus général à ceux qui ont participé de près ou de loin à la réalisation de ce travail et qui se reconnaîtront.

Table des matières :

INTRODUCTION	1
REVUE DE LITTERATURE.....	3
CHAPITRE 1 : CONTEXTUALISATION	3
1. Définition de l'ISR	3
2. Les origines et l'évolution de l'ISR.....	4
3. Les différentes approches existantes.....	6
4. La performance financière de l'ISR.....	6
5. Le marché ISR bancaire belge	8
5.1. Les aspects quantitatifs	8
5.2. Les aspects législatifs et règlementaires	10
6. Les labels et certifications ISR.....	12
CHAPITRE 2 : LES ACTEURS DE L'ISR DE DEMAIN.....	13
1. Les investisseurs.....	13
1.1. Les investisseurs retail	13
1.1.1. Profil	14
1.1.2. Perception	17
1.1.3. Attentes	18
1.2. Les investisseurs institutionnels.....	20
2. Les acteurs évaluant les aspects extra-financiers.....	21
3. Les bénéficiaires de produits ISR	23
3.1. Les banques.....	23
3.2. Les managers de fonds.....	24
3.3. Les entreprises	25
4. Les autres acteurs ayant un impact sur le marché	25
4.1. Les pouvoirs législatifs	25
4.2. Les médias	26
4.3. Les ONG	26
CHAPITRE 3 : L'EVOLUTION DE L'ISR ET LES ENJEUX QUANT A SON EXPANSION	27
1. L'avenir de l'ISR.....	27
1.1. L'ISR : un effet de mode ?.....	27
1.2. Vers une généralisation des pratiques ISR ?	27
2. Les enjeux et défis pour le marché ISR.....	29
2.1. Améliorer l'image de l'ISR	29
2.2. Faire correspondre ISR et logique financière	30
2.3. La prise de conscience de l'importance d'une vision durable de la société	31
2.4. L'évolution de l'offre.....	32
2.5. La mise en place d'un cadre législatif.....	33
2.6. L'évolution de la certification extra-financière	34
2.7. L'attrait pour les solutions alternatives à l'ISR bancaire	34

CHAPITRE 4 : PRESENTATION DU CADRE D'ANALYSE	37
1. <i>Méthodologie</i>	37
1.1. La démarche prospective	38
1.2. L'entretien semi-directif (qualitatif)	39
1.3. Choix des répondants et biais méthodologiques	41
1.4. Evolution de la démarche qualitative et difficultés rencontrées	42
CHAPITRE 5 : PRESENTATION DES RESULTATS	43
CHAPITRE 6 : DISCUSSION ET INTERPRETATION DES RESULTATS	55
CHAPITRE 7 : REFLEXION ETHIQUE LIEE AU SUJET DE RECHERCHE.....	67
CONCLUSION	71
BIBLIOGRAPHIE.....	75
ANNEXES	I
ANNEXE 1 : DETAIL DES DIFFERENTES APPROCHES DE L'ISR	I
ANNEXE 2 : LE CONTEXTE ISR EUROPEEN	V
ANNEXE 3 : L'EPARGNE ISR EN BELGIQUE.....	VII
ANNEXE 4 : LA QUALITE EXTRA FINANCIERE DE L'ISR BANCAIRE BELGE.....	IX
ANNEXE 5 : LES ASSOCIATIONS MAJEURES AYANT UN IMPACT SUR L'ISR	XI
ANNEXE 6 : LES ASPECTS LEGISLATIFS ET REGLEMENTAIRES SUR LE PLAN EUROPEEN.....	XIII
ANNEXE 7 : LE DEBAT QUANT A L'ASPECT ISR DE CERTAINS PRODUITS	XV
ANNEXE 8 : LES PRODUITS ISR ENCORE PRESQUE EXCLUSIVEMENT RESERVES AU MARCHE INSTITUTIONNEL	XVII
ANNEXE 9 : CREATION DU GUIDE D'ENTRETIEN SUR BASE DES PROPOSITIONS FORMULEES	XIX
ANNEXE 10 : BREVE PRESENTATION DES EXPERTS	XXV
ANNEXE 11 : EVOLUTION DE LA MANIERE D'ABORDER LES ENTRETIENS	XXVII
ANNEXE 12 : TABLEAUX PRESENTANT LES FINDINGS PAR PROPOSITION	XXXI

Liste des abréviations

BEAMA : Belgian Asset Management Association
EAI : Enhanced Analytics Initiative
ESG : Environnementaux Sociaux et de Gouvernance
Eurosif : European Sustainable Investment Forum
Febelfin : Federation Belge du secteur Financier
GBP : Green Bond Principles
GSIA: Global Sustainable Investment Alliance
HNWI: High Net Worth Individuals
ISO : International Organisation for Standardisation
ISR : Investissement Socialement Responsable
OPC : Organisme de Placement Collectif
PRI : Principles for Responsible Investment
RSE : Responsabilité Sociétale d'Entreprise
SIB : Social Impact Bond

Introduction

L'investissement socialement responsable (ISR) est un sujet de plus en plus évoqué dans le monde bancaire ces dernières années. Cependant, il est encore difficile à l'heure actuelle de déterminer comment va évoluer l'attrait pour ce marché et quels sont les éléments principaux qui conditionneront cette évolution. En effet, si de nombreuses études au sujet de l'ISR sont apparues dans la littérature récemment, elles visent majoritairement à évaluer la performance financière de ces investissements mais abordent moins les enjeux liés aux attentes des investisseurs particuliers et au futur de ce marché. Bien que certains travaux existent toutefois sur le sujet, nous n'en avons pas recensé traitant à la fois de l'avenir de l'ISR bancaire belge et se concentrant sur ces investisseurs.

Pour ces raisons, nous avons trouvé particulièrement intéressant de réaliser une étude portant sur ce sujet. C'est aussi pour nous l'occasion de mieux cerner la thématique ISR qui semble actuellement prendre une importance non-négligeable en tentant de répondre à diverses questions parmi lesquelles ; Quelle importance va prendre le marché ISR bancaire belge dans les années à venir ? Qui sont les investisseurs particuliers qui s'intéressent actuellement à l'ISR et quels sont ceux qui s'y intéresseront dans le futur ? Quels sont les enjeux qui conditionneront l'avenir du marché ?

L'objectif de ce travail est donc d'avoir une vision plus claire du marché ISR bancaire belge et axée sur les investisseurs particuliers à l'horizon 2030 en tentant à la fois de déterminer les enjeux principaux qui pourraient avoir une incidence sur son évolution mais aussi la place que ce marché devrait prendre ainsi que les tendances qui se dessinent. Il est d'ailleurs important de préciser que le terme « particulier » ou encore « retail » est à interpréter ici en opposition au terme « institutionnel » et n'est donc nullement lié à une segmentation basée sur les avoirs mobiliers des clients. Ce travail s'intéresse donc à tous types d'investisseurs particuliers, qu'ils soient clients d'une banque généraliste ou encore d'une banque privée.

En ce qui concerne la démarche, nous avons mené la présente étude en plusieurs étapes ;

Durant la première, nous avons opéré un recensement et une analyse du contenu de nombreuses études scientifiques traitant du sujet qui nous intéresse. La revue de littérature qui en émane permet ainsi une meilleure compréhension de ce marché grâce aux différents aspects évoqués, à savoir : la présentation du contexte actuel, l'identification des acteurs clés et de leurs rôles ainsi que la mise en lumière de plusieurs enjeux et tendances.

Au cours de la seconde, nous avons mené des entretiens avec différents experts actifs sur le marché ISR belge afin d'obtenir des points de vue concrets à mettre en parallèle avec les éléments issus de la littérature. Cette démarche nous a permis d'obtenir de leur part des informations à la fois directement liées au marché belge et axées sur les investisseurs particuliers.

Ensuite, nous avons confronté les informations obtenues lors des entretiens avec celles issues de la littérature en vue de mettre en lumière, d'un côté, certains éléments pouvant être évoqués comme représentant un consensus quant à l'avenir du marché ISR belge mais aussi, d'un autre côté, plusieurs aspects faisant débat.

Enfin, nous avons pu formuler plusieurs recommandations managériales adressées au secteur bancaire belge sur base des éléments mis en évidence.

Pour ce faire, nous avons formulé différentes propositions au fil des chapitres issus de la revue de littérature afin d'avoir, d'une part, une approche transversale de l'information et, d'autre part, en vue de se concentrer sur certains aspects perçus comme particulièrement intéressants à approfondir. Ces propositions sont formulées de manière affirmative car elles tiennent une place dominante au sein de nombreux articles scientifiques mais ne sont pas considérées comme des faits établis pour autant. C'est d'ailleurs en parallèle avec ces postulats que les entretiens d'experts ont été analysés et que les différents points de vue ont été confrontés. En vue de produire un travail de qualité, il a été nécessaire de réaliser des choix quant aux éléments à développer afin de se concentrer sur certains aspects envisagés comme particulièrement pertinents.

Revue de littérature

Chapitre 1 : contextualisation

Ce chapitre a pour objectif de réaliser un état des lieux concernant l'ISR en Belgique et se veut descriptif. Pour ce faire, nous expliquerons en quoi consiste l'ISR, quelle a été son évolution jusqu'à aujourd'hui et les éléments principaux qui l'influencent. Nous aborderons aussi son importance à l'heure actuelle dans le paysage belge au sein d'un contexte européen. Pour ce faire, les pratiques les plus courantes seront exposées et les aspects quantitatifs, historiques et législatifs seront abordés.

1. Définition de l'ISR

L'investissement socialement responsable n'étant pas légalement défini, il n'existe pas de définition communément reconnue pour le décrire (KPMG, 2015) et celui-ci présente une grande hétérogénéité au niveau des termes et pratiques utilisés (Dumas & Louche, 2016).

En effet, parmi les termes employés pour y faire référence, on retrouve régulièrement dans la littérature les appellations « investissement durable », « investissement responsable », « investissement éthique », « investissement vert » ou encore « investissement ESG (Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance) » (Louche & Lydenberg, 2011). Certains auteurs différencient partiellement ces termes variés en y apportant des définitions propres et nuancées. Toutefois, les précisions apportées aux différentes tournures par certains auteurs étant très disparates, nous utiliserons le terme générique « ISR », qui semble le plus communément admis dans le cadre de cette recherche.

De manière générale, le processus ISR peut être défini comme « l'intégration d'aspects sociaux, éthiques, environnementaux et/ou de gouvernance dans le processus d'investissement » (Sandberg, Juravle, Hedesström, & Hamilton, 2009).

Le réseau Financité, référence belge en la matière, définit le produit ISR comme « un produit qui finance des entreprises et/ou des entités publiques qui, au-delà de critères financiers traditionnels, respectent des valeurs éthiques, sociales, environnementales et de bonne gouvernance » (Bayot & Cayrol, 2017).

Selon Louche et Lydenberg, l'idée sous-jacente à l'ISR est d'investir à long-terme sur base de valeurs. La communauté ISR s'accorde sur le fait que les investissements ont un impact inévitable sur la société et accepte la responsabilité de diriger cet impact dans une mesure raisonnable à des fins bénéfiques pour la société, tout en visant des retours sur investissements compétitifs (Louche & Lydenberg, 2011). La recherche de retours sur investissements compétitifs est d'ailleurs régulièrement mise en avant dans les différentes définitions proposées. L'ISR semble ainsi se situer à la croisée des chemins entre recherche de profit absolu et philanthropie car il n'écarte ni la performance financière, ni les aspects ESG liés aux investissements réalisés (BNK, 2016).

C'est précisément cette volonté de ne pas sacrifier du rendement qui différencie l'ISR des produits financiers dits « solidaires », qui eux, « se distinguent par le fait de placer les critères éthiques et sociétaux en priorité par rapport au profit » pour financer des projets à forte utilité sociale, culturelle et/ou environnementale (Bayot & Cayrol, 2017).

Enfin, il est difficile de parler d'ISR sans aborder la thématique de responsabilité sociétale des entreprises (RSE) qui y est étroitement liée. La norme ISO 26000 qui représente un consensus international sur le sujet, définit la RSE comme « la responsabilité d'une organisation vis-à-vis des impacts de ses décisions et activités sur la société et sur l'environnement, se traduisant par un comportement éthique et transparent qui contribue au développement durable, y compris à la santé et au bien-être de la société ; prend en compte les attentes des parties prenantes ; respecte les lois en vigueur et qui est en accord avec les normes internationales de comportement ; et qui est intégré dans l'ensemble de l'organisation et mis en œuvre dans ses relations » (International Organisation for Standardisation, 2010).

2. Les origines et l'évolution de l'ISR

Les racines historiques de l'ISR sont étroitement connectées à des organisations basées sur la foi. En effet, les premières pratiques ISR ont été initiées par des groupements religieux qui ne voulaient pas être associées à certaines activités ou entreprises (Kinder, Lydenberg, & Domini, 1994) (Kreander, Molyneaux, & McPhail, 2003) (Sparkes, 1995). Ces organisations avaient développé une stratégie d'investissement à travers un screening négatif pour éviter les « sin stocks » qui font généralement référence aux entreprises actives dans le tabac, l'alcool, les jeux de hasard et l'armement. C'est ainsi que le premier et un des plus emblématiques fonds

socialement responsable, le « Pioneer Fund » fût lancé en 1928 aux USA pour répondre aux besoins de ces groupements (Bourghelle, Jemel, & Louche, 2009).

C'est dans les années 1970-1980 que l'ISR commence à gagner en popularité. Il apparaît sous sa forme moderne lorsque des activistes environnementaux et sociétaux combinent les techniques de désinvestissement des organisations religieuses avec leurs revendications concernant les entreprises américaines. Le but est alors de communiquer à un milieu de managers considérés comme intransigeants les enjeux sociaux et environnementaux de la société. On assiste ainsi aux prémices de l'engagement actionnarial¹ sous l'impulsion d'activistes reconnus tels que Nader et Alinsky (Louche & Lydenberg, 2011). C'est en 1971 qu'apparaît le premier fonds commun de placement ISR accessible aux investisseurs particuliers, le « Pax world funds ». Ce fonds excluait les « sin stocks » et refusait en outre d'investir dans des entreprises tirant profit de la guerre du Vietnam, « Pax » étant la traduction latine de « Paix » (Hobeika, 2009).

L'ISR se développe ensuite sous forme de niche avant de se professionnaliser fin des années 1990 lorsque la responsabilité sociétale des fonds de pensions est pointée par les médias. Avec l'augmentation croissante des pratiques dites « éthiques » de ces fonds de pensions apparaît le questionnement relatif à l'intérêt de la mise en place d'une régulation. L'intérêt pour l'investissement socialement responsable, terme qui apparaît alors, continue à augmenter dans les années 2000 (Dumas & Louche, 2016). D'autres facteurs stimulants, tels que le consensus défini au G8 de Tokyo en 2008 pour diminuer de moitié les émissions de CO2 avant 2050, la crise financière de 2008, ou encore la COP 21 de Paris vont ensuite induire une prise de conscience globale et sensibiliser à l'ISR (Robeco, 2008) (Eurosif, 2016).

En Belgique, c'est le compte d'épargne « Krekelsparen », alors proposé par la CGER² qui fut le premier produit bancaire socialement responsable. C'est seulement en 1992 que la première SICAV socialement responsable est commercialisée par KBC sous le nom de « KBC Eco Fund » (Bayot & Demoustiez, 2003).

¹ Annexe 1 : « Détail des différentes approches de l'ISR »

² Actuellement BNP Paribas Fortis

3. Les différentes approches existantes

L'ISR n'étant pas réellement balisé, il peut avoir diverses significations sur différents marchés, voire sur un même marché (Sandberg, Juravle, Hedesström, & Hamilton, 2009). Il existe toutefois des standards au niveau des pratiques qui se traduisent en différentes approches, correspondant chacune à des conceptions plus ou moins proches de la prise en compte des facteurs ESG dans le processus d'investissement.

Le forum européen de l'investissement socialement responsable (Eurosif), référence en la matière, en distingue 7 principales : l'exclusion, la thématique, le screening sur base de normes, l'intégration ESG, l'engagement actionnarial et exercice du droit de vote, le « best in class » et l'investissement d'impact. Pour une meilleure compréhension de la mise en application concrète de l'ISR, nous invitons le lecteur à prendre connaissance de l'annexe³ liée à ces différentes approches.

Il est important de noter que le plus souvent, ces approches sont combinées lors de la mise en œuvre de stratégies ISR et qu'il est donc assez rare d'observer des organismes financiers n'en appliquant qu'une seule. Les combinaisons sont infinies et on assiste à une multiplication de celles-ci au fur et à mesure de l'évolution du marché (Eurosif, 2016).

4. La performance financière de l'ISR

Depuis de nombreuses années, la performance financière de l'ISR est au centre du débat. De nombreux chercheurs ont en effet tenté de comparer les rendements ISR avec ceux d'investissements « classiques » pour déterminer si la prise en compte des facteurs ESG a un impact sur le rendement des portefeuilles. Les conclusions de ces recherches aboutissent sur des résultats variés.

On retrouve ainsi plusieurs études en défaveur de l'ISR, celles-ci se basant principalement sur la « Modern Portfolio Theory » de Markowitz selon laquelle l'investisseur doit optimiser sa diversification pour obtenir le meilleur couple rendement/risque. La pratique de l'ISR restreignant volontairement l'univers d'investissement, les possibilités de diversification sont à fortiori moindres et la frontière efficiente est alors plus basse que pour les investissements

³ Annexe 1 : « Détail des différentes approches de l'ISR »

classiques, aboutissant sur un couple rendement/risque moins important (Le Maux & & Le Saout, 2004) (Burlacu, Girerd-Potin, & Dupre, 2004).

Toutefois, de nombreuses méta-analyses aboutissent à une relation moyennement positive entre performance sociétale d'entreprise et performance financière (Margolis, Elfenbein, & Walsh, 2009). On peut notamment citer une méta-analyse réalisée récemment sur base de 2200 études publiées depuis 1970 sur le sujet ISR, qui est arrivée à la conclusion qu'il existe une relation neutre ou positive dans 90% des cas entre performance extra-financière et performance financière (Friede, Busch, & Bassen, 2015). Parmi ces 90%, 60% mettaient en évidence une tendance positive pour l'ISR et 40% un rendement comparable.

D'autres études récentes renforcent cette idée. On peut notamment citer un travail réalisé par la Harvard Business School portant sur un intervalle de 18 ans, qui confirme la performance supérieure des actions d'entreprises ayant implémenté des programmes de durabilité par rapport à leurs pairs (Harvard Business School, 2013) ou encore des chercheurs affirmant que les méta-études ayant débouché sur une relation négative entre ISR et performance financière étaient arrivées à cette conclusion étant donné la présence de biais méthodologiques tels qu'un intervalle de temps trop réduit ou encore une concentration sur certains secteurs (Viviers & Eccles, 2012). L'organisme Eurosif (2016) estime ainsi que l'idée selon laquelle intégrer des facteurs ESG dans la stratégie d'investissement nuirait aux performances financières peut être largement réfutée.

Enfin, certains considèrent que la prise en compte des facteurs ESG n'aura pas toujours un impact uniforme sur la performance étant donné les nombreux autres paramètres entrant en ligne de compte tels que les compétences du manager du fonds, le style d'investissement, l'approche utilisée ou encore la période étudiée (Mercer, 2009).

On constate donc qu'il n'y a toujours pas de consensus à l'heure actuelle sur la performance financière de l'ISR. Toutefois, les études les plus récentes laissent penser qu'au fur et à mesure que l'ISR se développe et se mesure, la tendance consistant en un meilleur couple risque/rentabilité pour l'ISR s'intensifie. Il faudra toutefois encore du temps et d'autres études renforçant ce postulat avant que cela ne soit considéré comme un fait établi. De fait, la croyance collective actuelle est encore que le lien entre ISR et performance financière est non concluant, peu clair et complexe (Dumas & Louche, 2016).

5. Le marché ISR bancaire belge

Au sein d'un contexte européen⁴ dominé par les institutionnels, la Belgique est le seul pays à compter une proportion plus importante d'investisseurs ISR dits « retail ». Cette proportion est d'ailleurs assez marquée avec 62% des actifs ISR pour les particuliers et Eurosif explique principalement cela par le fait que la Belgique est historiquement un centre d'épargne qui vise les clients retail (Eurosif, 2016).

Concernant l'allocation d'actifs ISR, la Belgique se situe dans la moyenne européenne avec 35% d'actions et 60% d'obligations, le reste étant principalement sur comptes ou en fonds monétaires (Eurosif, 2016).

A propos de l'évolution des différentes stratégies, on constate une évolution positive de chacune d'entre elles mais principalement de l'impact investing. Alors que cette approche en est à ses prémices et correspond à des montants encore très faibles, Eurosif s'attend à une augmentation continue de cette pratique, principalement menée par les investisseurs plus fortunés ou « high net worth individuals » (HNWI). Cependant, c'est la stratégie d'exclusion qui reste ici aussi très largement majoritaire bien qu'on constate aussi une montée de l'engagement et du screening normatif (Eurosif, 2016).

5.1. Les aspects quantitatifs

On constate des différences notables au niveau des estimations formulées, mais aussi des méthodologies utilisées pour quantifier l'ISR. Eurosif, par exemple, décide de quantifier le marché ISR sur base du pays dans lequel les actifs sont gérés contrairement au réseau Financité qui propose des chiffres basés sur l'offre disponible aux investisseurs particuliers en Belgique. Dans le cadre de notre travail, cette seconde approche est privilégiée car plus pertinente pour comprendre les attentes des investisseurs belges. Les chiffres présentés ci-dessous sont donc principalement issus des rapports 2016 et 2017 du réseau Financité portant sur l'ISR en Belgique. Les informations présentées sont axées sur les fonds ISR et leur aspect quantitatif, l'épargne ISR⁵ et l'aspect qualitatif de l'ISR bancaire belge⁶ sont développés en annexe.

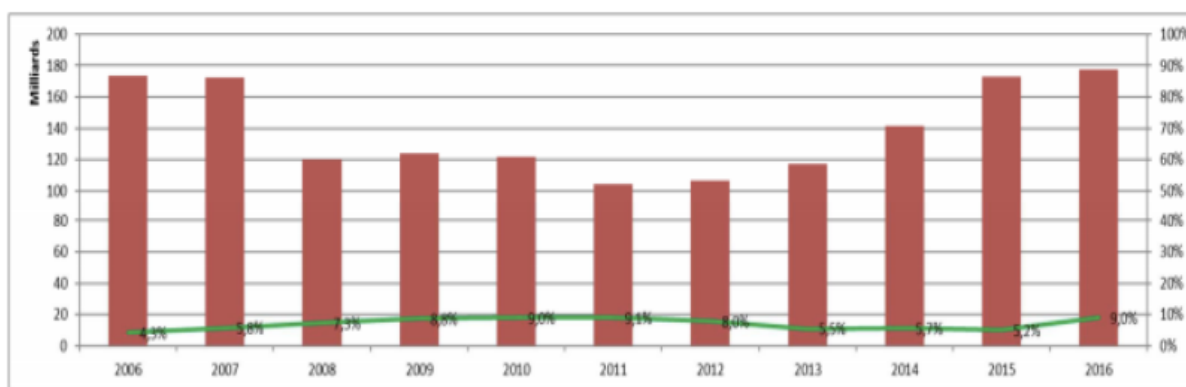
⁴ Annexe 2 : « Le contexte ISR européen »

⁵ Annexe 3 : « L'épargne ISR en Belgique »

⁶ Annexe 4 : « La qualité extra-financière du marché ISR bancaire belge »

Le réseau Financité détermine la part de marché des fonds se déclarant ISR en Belgique à 9% fin 2016 contre 5,2% fin 2015 en termes d'AUM (Assets Under Management). Ces actifs étaient répartis parmi 330 fonds ISR au 31/12/2016 soit 15 en plus que l'année précédente. Comme on peut l'observer sur la figure 1, l'encours des fonds ISR fin 2016 était quant à lui de 16 milliards d'euros, soit une augmentation de 79% par rapport à l'année précédente. Cette augmentation est largement supérieure à celle de l'encours global des fonds en Belgique (+2,6%).

Figure 1 : Evolution des parts de marché des fonds ISR (2015-2016) (Réseau Financité, 2017)



Ce changement est principalement à mettre à l'actif de BNP Paribas Fortis (+3,49 milliards €) alors que quatre autres promoteurs principaux augmentent sensiblement leurs encours ; Degroof-Petercam (+1,53 milliard €), Candriam (+1,17 milliards €), KBC (+0,67 milliard €) et Triodos (+0,14 milliard €). Le réseau Financité explique que la montée spectaculaire des encours chez BNP Paribas Fortis est principalement à mettre à l'actif de fonds de gestion privée.

Au niveau des parts de marché détenues par les différents acteurs, le marché belge des fonds ISR a historiquement été mené par Candriam (lié à Belfius, ex-Dexia) et KBC. Avant cela, on peut citer le cas de la banque BACOB (rachetée par Dexia en 2001) qui avait réussi à s'imposer sur le marché à travers une stratégie totalement axée sur l'ISR (Coeckelbergh, de Ruijter, Lavergne, & Peeters, 2016). En 2016, BNP Paribas Fortis (30% de PDM, soit 4,78 milliards €) a ravi la place de leader du marché des fonds ISR à KBC (18% de PDM, soit 2,82 milliards €) qui glisse même à la troisième place derrière Candriam (20% de PDM, soit 3,27 milliards €).

Il est toutefois important de noter que ces chiffres ne prennent pas en compte les mandats discrétionnaires ISR déclarés que le réseau Financité n'a pas inclus dans son analyse étant donné la difficulté de les quantifier ainsi que les informations lacunaires sur la méthodologie ISR appliquée. Ces mandats étaient quant à eux estimés à 4,86 milliards d'euros fin 2015, soit une augmentation de 40% par rapport à l'année précédente.

5.2. Les aspects législatifs et réglementaires

Les initiatives législatives et réglementaires étant multiples, nous nous concentrerons ici sur les actions développées dans un contexte national. Notons toutefois la présence sur le plan international d'associations majeures qui, si elles n'ont pas de pouvoir législatif ou réglementaire en tant que tel, proposent des standards influençant largement le marché ISR au niveau mondial. Ces associations sont présentées en annexe⁷, tout comme les initiatives ayant eu lieu au niveau européen⁸.

Notons également que la plupart des informations reprises ci-dessous sont issues du rapport 2016 sur l'ISR réalisé par le réseau Financité. Les initiatives (avortées ou non) étant nombreuses, seules celles considérées comme les plus pertinentes dans le cadre de ce travail sont présentées ci-dessous.

C'est dans la loi programme du 24 décembre 2002, qui impose aux organismes de pensions complémentaires pour indépendants de mentionner dans leur rapport de gestion à quel point les aspects ESG sont pris en compte dans leur stratégie d'investissement, que la première référence à l'ISR est faite en Belgique.

On retrouve ensuite en 2004 un plan fédéral de développement durable reconnaissant les bienfaits de l'ISR. Cette initiative entraînera en 2006 un plan d'action en matière de RSE avec, entre autres, des objectifs tels que la promotion de l'ISR dans la fonction publique, le fait de favoriser une épargne pension durable et l'élargissement des règles de transparence en matière d'ISR.

⁷ Annexe 5 : « Les associations majeures ayant un impact sur l'ISR »

⁸ Annexe 6 : « Les aspects législatifs et réglementaires sur le plan européen »

Par ailleurs, c'est avec la loi du 8 juin 2006 interdisant le financement d'entreprises liées aux mines antipersonnel, sous-munitions et uranium appauvri ou industriel que la Belgique deviendra pionnière au niveau mondial. Toutefois, la mise en œuvre de cette loi pose problème et celle-ci n'a à l'heure actuelle toujours pas été mise en application par un arrêté royal.

En 2008, le réseau Financité se voit confier par le service public fédéral de programmation (SPP) d'intégration sociale la réalisation d'une étude visant, d'une part, à définir objectivement des critères minimaux à respecter pour être qualifié d'éthique, durable ou encore socialement responsable et, d'autre part, à élaborer une procédure de contrôle de ces critères. Sur base des recherches effectuées, une proposition de loi visant la promotion de l'ISR est déposée au Sénat le 25 février 2011. Elle vise la création d'une norme légale d'ISR motivée par le fait que tout type d'investissement offert sur le territoire belge peut s'autoproclamer « éthique », « socialement responsable », « durable » ou encore « vert » car il n'existe aucun cadre légal sur le sujet. Financité estime que cela permet aux émetteurs de produits dits « ISR » de bénéficier d'un avantage concurrentiel injustifié dans certains cas et que cela peut tromper la confiance de l'investisseur optant pour des produits présentés à tort comme socialement responsables. L'introduction de produits ISR serait donc soumise à des règles précises préétablies formant un « socle de base ». Cette proposition de loi prévoyait, en outre, la création d'un conseil de l'ISR qui serait compétent en la matière. Elle deviendra caduque suite à la dissolution des assemblées.

Le 1^{er} Décembre 2011, l'accord du gouvernement comporte une mesure encourageant une meilleure qualité des labels éthiques et annonce qu'il plaidera au niveau européen pour l'introduction de normes de qualité pour l'ISR.

Au niveau des fonds, il existe depuis 2012 des dispositions légales concernant les prospectus et rapports annuels qui impliquent une certaine transparence à travers l'explication de la prise en compte des facteurs ESG dans la mise en œuvre de la politique d'investissement. Notons que ces obligations étaient déjà d'application pour les fonds de pension depuis 2004 en Belgique.

Par la suite, d'autres propositions de lois suivront avec pour objectif régulier à la fois la mise en place d'une norme minimale mais aussi la mise en place d'une épargne pension durable. Toutefois, aucune n'a encore abouti à l'heure actuelle. Eurosif s'accorde avec le réseau Financité pour dire que la Belgique n'a montré récemment que peu d'intérêt en vue de promouvoir l'ISR.

6. Les labels et certifications ISR

Sur le marché belge on retrouve les labels Ethibel « Pioneer » et « Excellence » qui sont attribués aux entreprises les plus performantes quant à la prise en compte ESG et RSE. Ethibel propose aussi des certifications qui sont payantes et décernées sur demande et après réalisation d'un audit. A la différence des labels, la certification est octroyée si la méthodologie de l'organisme financier est respectée et correspond à ce qui est annoncé. La certification correspond donc à la confirmation du respect de ses engagements par la firme. Le forum Ethibel développe aussi des indices ISR reprenant les entreprises les mieux classées selon sa propre méthodologie ; par exemple, le « ESI Excellence Europe » qui sélectionne les 200 entreprises européennes les mieux classées.

Une autre forme de certification existe, elle est basée sur des principes déterminés par la Belgian Asset Management Association (BEAMA) et approuvés par Febelfin concernant les produits pouvant être qualifiés d'ISR (ou termes assimilés) en Belgique. Ces principes, une fois pris en compte, forment un socle de base qui donne droit aux gestionnaires ou offreurs d'apparaître sur la liste de produits ISR belges publiée par la BEAMA ainsi que par Febelfin sur leur site internet respectif. Parmi ces principes, on retrouve notamment l'obligation de se conformer au « European Transparency Code » créé par Eurosif et de définir l'implémentation d'une police concernant les activités controversées.

Sur base de ce chapitre, nous pouvons émettre la proposition suivante :

Proposition 1 : « Le volume du marché ISR devrait continuer à augmenter d'ici 2030 sous l'impulsion d'une offre toujours plus élargie. »

Chapitre 2 : Les acteurs de l'ISR de demain

L'objectif de cette partie est d'identifier les différents acteurs ayant un possible impact sur le marché ISR et sur son développement. Ces acteurs peuvent être classés en 4 catégories distinctes suivant leur rôle et la nature de leur intérêt pour l'ISR, à savoir ;

- Les investisseurs
- Les acteurs évaluant les aspects extra-financiers
- Les bénéficiaires de produits ISR
- Les autres acteurs ayant un impact sur le marché

1. Les investisseurs

Pour ce qui est des investisseurs, ils sont globalement de 2 types, à savoir particuliers ou institutionnels. Notre étude étant axée sur le premier type, nous allons détailler leur rapport à l'ISR avant d'aborder le cas des investisseurs institutionnels qui, bien que ne faisant pas l'objet principal de cette étude, représentent toutefois des acteurs importants en termes d'impact sur l'évolution du marché retail.

1.1. Les investisseurs retail

En plus des chiffres témoignant d'une attractivité en hausse de l'ISR chez les investisseurs retail, plusieurs enquêtes semblent indiquer que l'intérêt de ces investisseurs pour l'ISR est grandissant.

On peut notamment citer une enquête réalisée par la banque privée Van Lanschot en 2009 faisant apparaître que les investisseurs particuliers belges évaluaient leur intérêt pour l'ISR à 4 sur une échelle allant de 0 à 6, ce qui témoigne leur intérêt manifeste pour ce type de produits (Van Zijl, 2010). De même, le baromètre des investisseurs réalisé par TNS en 2014 mettait en avant l'intérêt des investisseurs belges pour les produits ISR. En effet, 51% d'entre eux disaient envisager opter pour ce type de placement à l'avenir.

Par ailleurs, l'étude de Morgan Stanley réalisée en 2015 auprès d'investisseurs particuliers aux USA mettait en avant un intérêt de 70% des sondés pour l'ISR. La plupart de ceux-ci (65% des personnes interrogées) étant convaincus que la demande pour l'ISR allait augmenter dans les 5 prochaines années. Bien que cette enquête présente un biais géographique dans le cadre de

notre travail, elle illustre toutefois une tendance en faveur de l'ISR qui est généralement décrite comme encore plus importante en Europe qu'aux USA (Robeco, 2008) (KPMG, 2015).

1.1.1. Profil

Il est actuellement très difficile de réunir sous un profil type les investisseurs responsables. En effet, tout comme les autres investisseurs, ils ne représentent pas un groupe homogène car ils ont des besoins financiers et des tolérances au risque divers et variés (Louche & Lydenberg, 2011). Toutefois, certaines tendances semblent se dessiner dans la littérature à divers niveaux présentés ci-après ;

Connaissance de l'ISR

Il semble que la conscience sociale de la population soit en augmentation de manière générale (Robeco, 2008). Certains auteurs vont même plus loin en affirmant que les investisseurs ne peuvent raisonnablement plus ignorer le sujet ISR aujourd'hui (Dumas & Louche, 2016). Bien que le sujet semble évoquer quelque chose aux investisseurs, ceux-ci sont toujours en train d'apprendre en quoi consiste réellement l'ISR et comment il est pratiqué (KPMG, 2015).

A nouveau, il semble toutefois difficile d'établir des généralités au niveau des connaissances liées aux pratiques ISR. En effet, un même client peut être seulement vaguement informé sur un sujet ou une approche et en connaître bien plus que son banquier sur un autre aspect de l'ISR (Louche & Lydenberg, 2011).

Selon KPMG (2015), de manière générale, les connaissances financières des investisseurs particuliers sont très minces et on ne devrait pas assister à un phénomène « d'alphabétisation financière » dans les prochaines années. Cependant, les investisseurs de demain seront beaucoup plus conscients des enjeux environnementaux et sociétaux, ce qui devrait avoir un impact positif sur l'ISR.

Objectifs et motivations

De manière générale, les investisseurs « responsables » semblent être guidés par la volonté d'avoir un impact sociétal et environnemental positif en investissant dans des entreprises qui vont en ce sens et en évitant celles qui sont controversées. Pour ce faire, ils peuvent se sentir particulièrement concernés par une thématique en particulier telle que l'environnement, les

énergies renouvelables, l'égalité homme/femme, le travail des enfants, ou encore vouloir participer à une amélioration de la société en général (Louche & Lydenberg, 2011) (Uriagli, 2017). On peut donc envisager la démarche comme une prise de responsabilité qui peut être due au profil de l'investisseur ou encore à l'image qu'il veut donner de lui en société, auprès de sa famille, de ses amis et collègues (Riedl & Smeets, 2015).

Bien que cette volonté pour les investisseurs de participer à des bonnes pratiques d'entreprise apparaisse de manière récurrente dans la littérature, la volonté de ne pas sacrifier de performance financière est présentée comme tout aussi importante (Morgan Stanley , 2015) (Coeckelbergh, de Ruijter, Lavergne, & Peeters, 2016) (Louche & Lydenberg, 2011). TNS (2014) pointe ainsi le fait que seuls 14% des investisseurs se disent prêts à se contenter d'un rendement plus faible pour investir dans l'ISR.

BNK (2016) va plus loin en affirmant que les adeptes de l'ISR concernés par la planète et la société de ne sont pas majoritaires et que le couple rendement/risque reste prépondérant. La crainte du scandale serait bel et bien présente et une attention toute particulière serait portée à la bonne gouvernance d'entreprise pour diminuer ce risque.

Il convient également de noter le fait qu'une distinction peut être réalisée en fonction de la richesse de l'investisseur. En effet, les personnes plus fortunées (ou HNWI) peuvent envisager l'ISR comme une alternative à la philanthropie ou encore comme une possibilité de diversifier le risque ou de rechercher du rendement. On assiste d'ailleurs à une forte augmentation des AUM ISR dans les banques privées (Coeckelbergh, de Ruijter, Lavergne, & Peeters, 2016). Robeco estime qu'il existe une demande des investisseurs qui seraient « bullish »⁹ sur certains thèmes ISR tels que les énergies renouvelables ou encore les changements climatiques (Robeco, 2008). Les HNWI ayant accès à des investissements moins accessibles (non cotés par exemple), ils peuvent aussi se concentrer sur certains aspects ou certaines causes de manière plus précise que les investisseurs lambda qui doivent quant à eux se contenter d'adhérer aux principes des fonds d'investissement (Louche & Lydenberg, 2011).

⁹ Bullish : qui anticipe une hausse du marché

Aspects démographiques

Certaines tranches de la population se distinguent dans différentes études pour leur intérêt particulier envers la thématique ISR. Ce sont les « millenials » (ou génération Y¹⁰) et les femmes qui sont le plus souvent cités comme les investisseurs qui stimuleront l'ISR de demain (Coeckelbergh, de Ruijter, Lavergne, & Peeters, 2016).

La génération des « millenials » compte parmi elle, selon Morgan Stanley, les individus les plus enclins à investir dans des fonds ISR. En effet, 84% d'entre eux (soit quasiment 2 fois plus que le moyenne) se disent prêt à investir dans l'ISR. Ils tiennent aussi plus compte de la durabilité dans leur vie de tous les jours et sont deux fois plus enclins à quitter une position d'investissement pour cause de pratiques répréhensibles (15% contre 7%). Ces informations coïncident avec un sondage réalisé par Nielsen (2014) affirmant que la moitié des personnes les plus intéressées par la durabilité sont des millenials. Ils seraient aussi les plus enclins à accepter un retour sur investissement moindre pour investir de façon responsable (TNS, 2014).

On peut en déduire que plus les millenials accumuleront de la richesse, plus les sommes investies en ISR devraient augmenter. Cette génération a actuellement entre 13 et 35 ans, ce qui signifie qu'elle représente 29% de la population adulte en Belgique. En 2030, les millenials auront entre 26 et 48 ans et représenteront donc 35,7% de la population adulte belge¹¹. Cela signifie qu'en plus de leur représentation accrue parmi les adultes (+6,7%), ils seront aussi plus âgés et donc plus à même d'avoir des liquidités à investir qu'aujourd'hui étant donné le fait qu'un patrimoine augmente généralement avec le temps.

Concernant les femmes, elles sont selon Morgan Stanley plus enclines à prendre en compte l'impact au côté de la rentabilité lorsqu'elles investissent. Elles sont donc plus à même de considérer les critères ESG lors de l'investissement et pensent aussi que ces critères permettent de déboucher sur une meilleure performance financière à long-terme. En tenant compte du fait que les femmes obtiennent de plus en plus de diplômes supérieurs par rapport aux hommes et que leur influence dans le business et l'investissement ne cesse de monter, elles sont présentées comme un des stimulants au développement ISR des années à venir (KPMG, 2015).

¹⁰ Génération née entre 1982 et 2004

¹¹ Selon les chiffres fournis par Statbel

1.1.2. Perception

La perception de l'ISR par les investisseurs est très variable. En effet, le terme étant très général, chacun se crée sa propre idée de ce que l'ISR représente, et ce, le plus souvent en fonction de ses convictions propres (Sandberg, Juravle, Hedesström, & Hamilton, 2009).

On aperçoit toutefois certaines tendances sur le plan de la perception lorsque la thématique ISR est évoquée sans être détaillée. Ainsi, l'ISR est le plus souvent assimilé à des critères environnementaux par les investisseurs particuliers. Par contre, la gouvernance semble souffrir de son aspect moins tangible et n'est que très peu citée alors qu'elle fait partie des critères les plus importants pour les prises de décisions d'investissements (Berry & Junkus, 2013).

De plus, il apparaît clairement que l'image de l'ISR souffre encore d'idées reçues bien ancrées chez les investisseurs ;

La plus importante est qu'il existe un choix à faire entre performance financière et durabilité. En effet, de très nombreux auteurs et organisations identifient un scepticisme par rapport à l'ISR, voire une opposition liée à la crainte que les considérations ESG affectent la rentabilité de manière négative (Bourghelle, Jemel, & Louche, 2009) (Berry & Junkus, 2013) (KPMG, 2015) (Eurosif, 2016). Ainsi, la question « combien cela va-t-il me coûter d'être responsable ? » traverserait encore l'esprit de quasiment tous les investisseurs (Blanc, 2017). Ces éléments sont confirmés par l'enquête de TNS (2014) selon laquelle 37% des investisseurs particuliers belges pensent que le rendement des produits ISR est clairement inférieur à celui d'investissements classiques alors que seulement 7% le pensent supérieur.

Une deuxième idée reçue est que L'ISR n'est que du marketing et que les produits proposés ne sont pas plus responsables que d'autres (Coeckelbergh, de Ruijter, Lavergne, & Peeters, 2016). Il semble en effet que certains investisseurs assimilent l'offre ISR en général à du green-washing¹² (Eurosif, 2016). On peut en partie expliquer cette vision par le manque de confiance de la population en l'industrie financière et les banques qui s'est accentué depuis la crise de 2008 (KPMG, 2015).

¹² Green-washing : fait de « présenter un produit comme plus vert qu'il ne l'est réellement, la plupart du temps par rapport à la thématique de l'environnement ou du développement durable » (Coeckelbergh, de Ruijter, Lavergne, & Peeters, 2016)

Par ailleurs, d'autres éléments sont mentionnés comme des freins pour les investisseurs, à savoir : la mauvaise expérience qu'a constitué l'énergie renouvelable en Belgique il y a quelques années étant donné un système de subventions défectueux (BNK, 2016) ou encore le fait que les investisseurs sont conservateurs et que se lancer dans l'ISR peut leur faire peur (Sandberg, Juravle, Hedesström, & Hamilton, 2009).

Dans les prochaines années et d'ici 2030, il faudra tenir compte des éléments ayant une influence sur la perception de l'ISR. Des indices tels que la montée des réseaux sociaux ou encore la moindre importance du « tabou » lié à l'argent laisse penser que les opinions des investisseurs seront susceptibles d'être influencées de manière de plus en plus importante par leur entourage (amis, collègues) mais aussi par les réseaux sociaux et les groupes en ligne (KPMG, 2015).

1.1.3. Attentes

Il est difficile de déterminer s'il existe un « espace » entre offre et demande dans le marché de l'ISR « retail » car il n'est pas clair que les clients sont en grande demande de produits ISR à l'heure actuelle, sans doute en partie étant donné les idées reçues citées ci-dessus (KPMG, 2015) (Coeckelbergh, de Ruijter, Lavergne, & Peeters, 2016). Toutefois, certains aspects présentés ci-après semblent indiquer qu'il existe une demande latente de la part des investisseurs particuliers.

Concernant les approches et outils utilisés, plusieurs aspects sont mis en lumière dans la littérature ;

Premièrement, bien que les investisseurs aient des attentes relativement variables et sophistiquées se traduisant en une grande variété de préoccupations sociales et environnementales (Louche & Lydenberg, 2011), ils semblent s'accorder sur la demande d'une évaluation des pratiques d'entreprises selon une approche holistique (Berry & Junkus, 2013). En effet, l'approche d'exclusion qui est la plus utilisée à l'heure actuelle ne reflèterait pas les attentes des investisseurs car elle se focalise sur peu d'attributs là où les investisseurs privilégient une analyse plus large des actions entrepreneuriales, en particulier les actions positives. Les investisseurs semblent donc être à la recherche d'une approche où les firmes rencontrent des critères sur base de leur profil « complet » plutôt que sur une approche

unilatérale et éliminatoire. Ils vont attendre des organisations qu'elles les comprennent et leur propose une offre qui leur correspond (KPMG, 2015).

Par ailleurs, il semble exister une réelle volonté des investisseurs de mesurer l'impact de leurs investissements. En effet, ils veulent savoir de manière objective ce que les choix opérés impliquent et sont à la recherche d'approches leur permettant d'avoir une idée concrète de l'impact positif de leur portefeuille (BNK, 2016) (KPMG, 2015). Cette philosophie rejoint celle de l'impact investing et donne d'autant plus de crédit à la diffusion de cette approche auprès des investisseurs particuliers. Des outils aboutissant sur des données quantitatives concernant la durabilité qui soient comparables seraient donc bien accueillis par les investisseurs qui veulent mesurer et gérer l'impact sociétal et environnemental de leur portefeuille (RobecoSam, 2017). Eurosif (2016) rejoint cet avis et rajoute que l'aspect local des investissements prend lui aussi de l'importance aux yeux des investisseurs.

Cette idée rejoint la demande pour plus de clarté et de simplicité par les investisseurs particuliers pour qui les termes ISR ou encore ESG n'évoquent que peu de choses à l'heure actuelle. En effet, il ressort d'une enquête que près de 30% des investisseurs disant ne pas s'intéresser à l'ISR citent comme raison le fait qu'ils ne comprennent pas les approches et la méthodologie utilisée pour les produits qui leur sont proposés (TNS, 2014).

KPMG (2015) pointe aussi le fait que le cumul des tâches est en hausse dans notre société et donc que les investisseurs, en manque de temps, devraient de plus en plus être à la recherche de solutions claires et accessibles via un seul point de contact, tout en restant flexibles. Le fait que les investisseurs pourraient sortir du schéma d'épargne classique actuel car ils auront à faire face à de plus en plus d'évènements au cours de leur vie accentue ce besoin de flexibilité. Un portefeuille d'investissement pouvant être modifié facilement partira avec un avantage essentiel. Il est toutefois important de noter que ce dernier aspect pourrait aussi présenter un frein à la vision à long terme prônée par l'ISR.

D'autre part, les questions de confiance et de transparence prennent encore et toujours de l'importance aux yeux des investisseurs. En effet, la RSE des entreprises est de plus en plus surveillée par les investisseurs (Financité, 2016), ceux-ci portent en outre toujours plus d'attention à des valeurs telles que l'honnêteté et l'intégrité et ces critères deviendront des éléments d'autant plus déterminants à l'avenir, peut-être même partiellement au détriment de la performance financière selon KPMG (2015).

En résumé, les investisseurs deviennent de plus en plus exigeants et seront de plus en plus enclins à considérer les aspects ESG pour leurs décisions d'investissements. Les générations futures porteront quant à elles de plus en plus d'attention à l'impact de leurs actions et donc de leurs investissements sur la société et l'environnement (Coeckelbergh, de Ruijter, Lavergne, & Peeters, 2016) et s'attendent à disposer de produits viables et d'une expertise de qualité pour les guider (Eurosif, 2016).

1.2. Les investisseurs institutionnels

Les investisseurs institutionnels, et plus particulièrement les plus importants d'entre eux comme les fonds de pensions et fonds souverains, sont réputés pour avoir une influence importante sur le marché ISR et sur son développement en Europe (Louche & Lydenberg, 2006) (Eurosif, 2016). Au niveau belge, bien que le marché ISR soit majoritairement composé d'AUM retail, Eurosif (2016) explique que les investisseurs institutionnels ont une influence majeure sur sa croissance. En effet, comme ces investisseurs représentent des sommes colossales en termes d'AUM, ils sont très prisés par les organismes financiers et peuvent donc se permettre d'imposer leurs exigences à ceux-ci avant de leur octroyer des mandats de gestion. De cette manière, ils ont la capacité de faire évoluer l'offre de manière importante et n'hésitent pas à en user.

Notons qu'un nombre grandissant de ces investisseurs majeurs veut considérer les facteurs ESG, ce pourquoi les managers de fonds ont été contraints d'accepter ces conditions pour survivre (Bourghelle, Jemel, & Louche, 2009). Les PRI mis en place et financés en grande partie par les investisseurs institutionnels vont en ce sens et les investisseurs institutionnels importants demandent aux gestionnaires de fonds de s'y conformer (KPMG, 2015).

Pour les grands investisseurs institutionnels, l'ISR peut être motivé par un désir d'identifier des facteurs pouvant provoquer un risque financier négligé ou sous-estimé par la communauté financière et qui pourrait mener à de meilleures performances financières (Louche & Lydenberg, 2011), en particulier étant donné les horizons d'investissements très longs de ces investisseurs qui correspond parfaitement à la vision à long terme de l'ISR. C'est pourquoi nombre d'entre eux ne sont plus prêts à travailler avec des gestionnaires d'actifs n'offrant pas de produits ISR (KPMG, 2015). Les auteurs s'accordent sur le fait que ce sont ces investisseurs qui « tirent » le marché européen et qu'ils sont amenés à jouer un rôle important dans le développement de l'ISR (Louche & Lydenberg, 2006) (Eurosif, 2016) (KPMG, 2015).

De par leur importance, ils jouent aussi un rôle crucial dans l'encouragement et la promotion d'activités socialement responsables en entreprise et donc d'une meilleure RSE (Louche & Lydenberg, 2011).

Les investisseurs institutionnels prennent de plus en plus d'expérience dans l'ISR et implémentent des stratégies de plus en plus complexes (Eurosif, 2016). On assiste entre autres à de plus en plus de pratiques d'activisme actionnarial par les fonds de pensions dans le cadre de leur responsabilité fiduciaire (Financité, 2015) (Eurosif, 2013).

Par contre, le respect de la responsabilité fiduciaire est actuellement difficile à prouver dans le cadre de la mise en œuvre d'autres approches ISR. En effet, le fait que la prise en compte des critères ESG n'ait pas encore prouvé de manière claire sa plus-value en termes de performances financière et sociétale n'aide pas à lier l'ISR à la notion de responsabilité fiduciaire (Louche & Lydenberg, 2011). Notons aussi le fait que celle-ci est actuellement axée sur la concentration à court terme des marchés et rend ainsi difficile la mise en place de la vision à long terme de l'ISR (KPMG, 2015). Selon Eurosif (2016), cela a représenté jusqu'à aujourd'hui un aspect dissuasif pour l'intégration des facteurs ESG.

Enfin, il est de plus en plus fréquent que d'autres institutionnels présentant des volumes moins importants, comme par exemple les universités, mettent en place des comités d'éthique en leur sein et demandent à ce que les facteurs ESG soit pris en compte dans leur portefeuille d'investissements. Eurosif (2016) estime que ce mouvement devrait se poursuivre.

2. Les acteurs évaluant les aspects extra-financiers

Selon Mercer (2009), les entreprises ne divulguent généralement pas les informations de manière complète et uniforme concernant les facteurs ESG et cela crée une dépendance à des organismes indépendants pour évaluer la performance extra-financière des entreprises.

Cette idée de dépendance n'est pourtant pas partagée par Louche et Lydenberg (2011). En effet, ceux-ci expliquent que les données extra-financières sur lesquelles les approches sont appliquées peuvent être récoltées et analysées soit au sein de l'organisme financier qui commercialise les produits, soit à l'aide d'une équipe de chercheurs dédiée à cette cause, mais aussi achetées à un organisme externe spécialisé dans la recherche extra-financière.

Par ailleurs, le marché de la notation extra-financière est en pleine expansion et propose de plus en plus de produits et services (Novethic, 2014). Ces services peuvent même être sur-mesure car il semble que la plupart des fournisseurs de données autorisent les clients à choisir quels facteurs ESG ils veulent intégrer dans l'analyse (Berry & Junkus, 2013). Cette subjectivité est possible car il n'existe pas de référentiel standard. Toutefois, Novethic (2014) indique que les agences de notation extra-financière s'appuient généralement sur une même base de normes internationales de manière à déboucher sur des critères de notation comparables.

Pour pouvoir proposer des solutions très personnalisées, voire même « sur-mesure », la tendance actuelle est au développement de partenariats entre agences en vue d'élargir leurs services à d'autres domaines ou encore d'accentuer leur couverture géographique. C'est pourquoi le marché est de plus en plus concentré autour d'agences de taille plus importante (Novethic, 2014). On retrouve ainsi sur le marché des fournisseurs de données financières traditionnels tels que Bloomberg, MSCI, ou encore Thomson Reuters qui ont pris le train en marche en intégrant à leurs services les aspects extra-financiers. Morningstar a lui aussi récemment lancé sa notation « Morningstar Sustainability Rating » qui permet aux investisseurs d'avoir un aperçu de la prise en compte des critères ESG et des pratiques des entreprises.

Toujours selon Novethic (2014), les acteurs les plus connus et exploités en Belgique sont étrangers. On retrouve parmi eux Vigeo-Eiris (France), MSCI ESG Research (USA) ou encore Sustainalytics (Pays-Bas).

A l'avenir, KPMG (2015) pointe le fait que les données et informations fournies par les organismes financiers seront amenées à être questionnées et remises en question par les investisseurs particuliers. Le fait d'avoir recours à des organismes externes représentera donc une preuve supplémentaire d'honnêteté et d'absence de conflits d'intérêts, c'est pourquoi les vérifications externes devraient donc être de plus en plus demandées.

Pour ce qui est des ASBL, on retrouve le réseau Financité côté wallon et son homologue néerlandophone Fairfin qui représentent les références belges en matière d'ISR. Ces deux ASBL ont divers axes de travail en matière de finance responsable et solidaire, à savoir : la participation citoyenne, la publication d'analyses, d'études et de rapports ainsi que la sensibilisation et le plaidoyer (Financité, 2016). Parmi les études réalisées, on retrouve notamment des évaluations extra-financières de différents produits ISR disponibles en Belgique. Ethibel, avec ses labels et indices ISR, peut aussi être classée dans cette catégorie.

3. Les bénéficiaires de produits ISR

3.1. Les banques

Aujourd'hui, presque toutes les institutions financières proposent des produits ISR et réalisent ou achètent des recherches sur le sujet (Eurosif, 2016). On observe donc qu'à ce jour, les banques sont au centre du développement et de la promotion de l'ISR.

De plus, la plupart des auteurs s'accordent sur le fait que le marché ISR retail est actuellement un marché « push » et non « pull », c'est-à-dire tiré par l'offre plutôt que par la demande (Coeckelbergh, de Ruijter, Lavergne, & Peeters, 2016)(Van Liedekerke, 2016). Eurosif (2016) soulignait à ce propos que l'augmentation de la demande du segment retail était en grande partie à attribuer au fait que quelques acteurs majeurs ciblent leur offre sur les HNWI.

Par ailleurs, alors que l'investisseur particulier se contente généralement de suivre les conseils de son banquier (Coeckelbergh, de Ruijter, Lavergne, & Peeters, 2016), il semble que l'offre ISR n'est pas toujours proposée par le conseiller pour diverses raisons parmi lesquelles ; le fait qu'il ne la connaît pas bien, ne sait pas l'expliquer, ou encore qu'il craint d'être blâmé par le client en cas de sous-performance financière du produit (KPMG, 2015) (Coeckelbergh, de Ruijter, Lavergne, & Peeters, 2016). Cette théorie est appuyée par Van Liedekerke (2016) qui estime que « la thématique de durabilité est souvent présente au niveau des directions mais les réseaux d'agences n'ont aucune idée de quoi il s'agit ».

Par ailleurs, le secteur bancaire est régulièrement critiqué pour un manque de cohérence entre ISR et RSE. Financité (2016) dénonce à ce propos une certaine hypocrisie parmi les grands acteurs belges. En effet, le réseau estime par exemple qu'ils prônent l'ISR mais manquent de transparence en ce qui concerne l'octroi de leurs crédits et pointent le fait qu'ils investissent encore 9 fois plus dans les énergies fossiles que dans les énergies renouvelables.

Pour ce qui est de l'évolution des banques en matière d'ISR, il convient de citer Peter Vandekerckhove (2016) : « aucune banque ne peut revendiquer l'appellation durable à l'heure d'aujourd'hui, toutefois nous (BNP Paribas Fortis) devons montrer la voie et bientôt les premiers produits proposés aux clients seront durables ». Le fait que la première banque du pays s'engage dans cette voie devrait entraîner ses concurrents et contribuer à l'évolution de l'ISR dans les années à venir.

3.2. Les managers de fonds

Alors que certains considèrent les managers de fonds et les analystes comme les principaux drivers de l'ISR (Juravle & Lewis, 2008) (Elkington & Beloe, 2000), d'autres estiment qu'ils perdent encore du business à l'heure actuelle pour cause d'une offre ISR trop restreinte bien que graduellement plus présente (KPMG, 2015). Eurosif (2003) considérait pour sa part que certains managers de fonds ont fait passer l'ISR d'une préoccupation éthique à une méthode pragmatique de gestion des risques, mettant ainsi l'aspect extra-financier au second plan.

En ce qui concerne les différentes manières d'intégrer les critères ESG pour les managers de fonds, KPMG (2015) explique que celles-ci sont très variées d'une organisation à l'autre. En effet, certaines mettent à disposition des gestionnaires des informations ESG que ces derniers décident ou non de prendre en compte lors de la prise de décision d'investissement, alors que d'autres utilisent des systèmes de « scoring qualitatifs » basés sur l'avis d'une équipe de spécialistes et imposés aux gestionnaires. D'autres encore utilisent des approches toujours plus sophistiquées. On constate ainsi qu'il existe actuellement une infinité de manière d'intégrer les facteurs ESG alors que les pionniers essayent de mettre au point des méthodes de prise en compte globale de l'impact des portefeuilles (KPMG, 2015) (RobecoSam, 2017). Il est donc nécessaire pour les managers de fonds d'être à la page au niveau ISR pour continuer à recevoir des mandats institutionnels de leurs clients, sans quoi ils pourraient rapidement perdre leur crédibilité et donc leurs clients.

Selon KPMG (2015), de plus en plus de gestionnaires de fonds déclarent à ce jour prendre en compte les critères ESG pour leurs fonds purement ISR ainsi que pour leurs fonds « mainstream » depuis un moment déjà. Certains ont d'ailleurs déjà catégorisé tous leurs fonds sous la dénomination ISR et ce mouvement devrait d'ailleurs se poursuivre. Toujours selon KPMG, il est clair que les gestionnaires qui seront capables de formaliser leur approche et de prouver la robustesse de leur processus d'intégration ESG devraient connaître beaucoup de succès, d'autant plus que les investisseurs particuliers multiplient leurs investissements dans des fonds (Coeckelbergh, de Ruijter, Lavergne, & Peeters, 2016) (Louche & Lydenberg, 2011).

3.3. Les entreprises

Alors que le réseau Financité (2016) met l'accent sur le fait que le reporting extra-financier actuel des entreprises est très souvent lacunaire, voire absent, EY (2016) indique que ces dernières s'attellent de plus en plus à démontrer leur RSE à travers leur communication, leur gouvernance ainsi qu'à travers leur reporting et la présence de mesures de performances. EY pointe aussi dans ce même rapport le fait que la mise en place d'une rémunération variable liée aux critères extra-financiers prend de l'ampleur au sein des grandes entreprises.

Il ressort d'une étude de Morgan Stanley (2015) concernant l'avis des investisseurs particuliers sur le sujet que les entreprises adoptant des pratiques durables disposent d'un réel avantage compétitif. Ainsi, elles seraient plus innovatrices selon 45% des sondés et attireraient plus de talents selon 30% des sondés. Elles devraient aussi, selon 72% des sondés, atteindre de meilleurs résultats à long-terme.

Les entreprises semblent donc avoir tout intérêt à démontrer leur RSE à l'avenir pour valoriser leur image de marque et attirer les investisseurs. BNK (2015) met en avant pour cela une formule basée sur trois « P » qui parlent aux investisseurs, à savoir : « People », « Planet » et « Profit ». Les entreprises sont, selon RobecoSam (2017), amenées à passer de « faire moins de mal » à « faire plus de bien » en continuant à être performantes d'un point de vue financier.

4. Les autres acteurs ayant un impact sur le marché

4.1. Les pouvoirs législatifs

En ce qui concerne les pouvoirs législatifs belges, Eurosif présentait dans son rapport de 2016 l'intérêt de ceux-ci pour l'ISR comme étant timide. L'organisme attend de ceux-ci des actions permettant de répondre aux attentes des investisseurs et d'éviter toute forme de green washing. De même, le réseau Financité épingle lui-aussi dans son rapport de 2016 sur l'ISR l'absence d'évolution notable à attribuer au gouvernement ces dernières années et insiste sur le rôle important à jouer par les représentants de l'état dans la promotion et l'encadrement de l'ISR.

Sur le plan international, certains auteurs demandent aussi expressément des réformes légales pour soutenir l'ISR (Sandberg J. , 2011). Selon Sethi (2005), les recherches ont montré que les comportements volontaires d'acteurs de l'ISR sont insuffisants.

Les années qui viennent devraient selon KPMG (2015) voir la législation évoluer, l'intégration des principes ESG dans la responsabilité fiduciaire pourrait ainsi entraîner un réel changement dans les pratiques d'investissement.

4.2. Les médias

En ce qui concerne les médias, il semble que l'ISR gagne en visibilité d'année en année. En effet, depuis 2010, les références à ce type d'investissement ont doublé (Morgan Stanley , 2015). Bien qu'il soit compliqué d'évaluer l'impact réel de cette médiatisation, il est clair qu'elle joue un rôle certain dans le développement de l'ISR (Barkemeyer, Holt, Figge, & Napolitano, 2010) (Sandberg, Juravle, Hedesström, & Hamilton, 2009).

Parmi les médias en vogue, on peut observer que les réseaux professionnels accélèrent la diffusion de pratiques ISR (Bourghelle, Jemel, & Louche, 2009). Le réseau LinkedIn, créé en 2002 et comptant aujourd'hui plus de 400 millions de profils professionnels représente un bel exemple de la diffusion massive d'articles portant sur les pratiques professionnelles en vogue. Selon KPMG (2015), il est évident que l'influence de ces derniers ainsi que des réseaux sociaux va augmenter au fur et à mesure des années et avoir un impact sur les décisions d'investissement de chacun.

4.3. Les ONG

En ce qui concerne les ONG, celles-ci tirent profit de leur position pour influencer les investisseurs. Ainsi, les organisations activistes deviennent de plus en plus agressives et efficaces en termes de pression exercée (Guay, Doh, & Sinclair, 2004) (Porter & Kramer, 2006). Parmi les plus connues on peut notamment citer Greenpeace ou encore WWF, toutes deux très actives sur les sujets environnementaux. Eurosif (2016) estime que la pression des ONG, combinée à celle des médias représente un facteur important d'incitation pour l'ISR.

Sur base de ce chapitre, nous pouvons émettre les propositions suivantes :

Proposition 2 : « La vision de l'ISR par les investisseurs retail est biaisée et leur perception de l'ISR n'apporte actuellement pas un cadre favorable à son développement »

Proposition 3 : « La demande pour l'ISR va s'intensifier au fur et à mesure des années sous l'impulsion des HNWI, des femmes et des millenials »

Chapitre 3 : L'évolution de l'ISR et les enjeux quant à son expansion

L'objectif de ce chapitre est double ;

- Déterminer la direction que prend le courant ISR (l'avenir de l'ISR).
- Présenter les principaux enjeux actuels et futurs de son évolution.

1. L'avenir de l'ISR

1.1. L'ISR : un effet de mode ?

Comme mentionné précédemment, il semble qu'un certain nombre d'investisseurs soient sceptiques concernant l'ISR, en partie parce qu'ils le perçoivent comme une démarche de marketing surfant sur un effet de mode. Ainsi, Gillet (2007) souligne effectivement que le socialement responsable est à la mode par les temps qui courent.

Toutefois, plusieurs chercheurs mettent en avant certains aspects laissant penser que la démarche ISR n'a rien d'éphémère. En effet, Bourghelle & Louche (2009) mettent en avant le fait que des initiatives telles que les PRI sont subsidiées en partie par des gouvernements et que cela témoigne d'une démarche dépassant largement l'effet de mode.

D'autres tels que Reynolds (2017) ou Van Liedekerke (2016) amènent un argument supplémentaire pour affirmer cette prise de position. En effet, ils estiment que c'est la qualité intrinsèque de ce type d'investissement qui fait que celui-ci continuera à attirer dans le futur. Le fait d'appréhender le risque de manière plus holistique est ainsi mis en avant et cela dépasse clairement un quelconque effet de mode autour de la durabilité selon les auteurs. Ces arguments rejoignent les conclusions d'études récentes sur la performance de l'ISR qui sont présentées dans le premier chapitre de ce travail.

1.2. Vers une généralisation des pratiques ISR ?

Une des discussions qui apparaît le plus régulièrement dans les textes et les études liés à l'ISR est celle de sa généralisation. En effet, il semble difficile de déterminer exactement où se situe l'ISR par rapport à son potentiel de croissance et à quel point la place qu'il peut prendre sur le marché à l'avenir est importante.

Actuellement, tous les auteurs s'accordent sur le fait que l'ISR n'est pas (encore) généralisé et qu'il est tout au plus en cours d'évolution, passant de « niche » vers « mainstream ». Par contre, ils sont divisés quant à l'horizon à envisager pour cette éventualité.

Il convient tout d'abord de déterminer en quoi consisterait le mainstreaming de l'ISR. En effet, si beaucoup d'auteurs en parlent, ce terme peut être envisagé de différentes façons. Ainsi, Louche et Dumas (2016) pensent qu'il n'est pas évident de déterminer ce qui pourrait être considéré comme le mainstreaming de l'ISR. Ils citent différents auteurs ayant des avis variés sur la question. Parmi eux, Sandberg & Hedesström (2009) considèrent que cela consiste en la prise en compte systématique des facteurs ESG par tous les investisseurs, tandis que d'autres dont Sparkles (2002) considèrent que cela consiste en l'adoption généralisée de l'ISR par les institutionnels. D'autres encore comme Lydenberg (2009) estiment que c'est la généralisation de l'ISR à tous types de produits financiers qui serait assimilable au terme « mainstreaming ».

Louche et Dumas (2016) considèrent, en outre, que cette notion est à associer avec une évolution de l'ISR dans deux directions, à savoir plus d'AUM et de nouveaux types d'investisseurs. Les auteurs estiment aussi que le mainstreaming de l'ISR n'a aucune chance de se produire tant qu'il n'est pas soutenu par les croyances collectives. La notion de croyance collective traduisant « une interprétation partagée sur l'évolution future des marchés financiers qui peut être déconnectée de ce que les acteurs individuels pensent car elle ne représente pas la somme des pensées individuelles ». En cas d'incertitude, ces croyances collectives aideraient les acteurs à prendre des décisions et influenceraient donc l'adoption de nouvelles pratiques.

Quoi qu'il en soit, les différents auteurs s'accordent sur le fait qu'un changement s'opère mais les échéances quant à un mainstreaming de l'ISR varient selon les points de vue. En effet, selon Bourghelle & Louche (2009) le changement devrait s'opérer selon un long processus d'institutionnalisation mais ces derniers ne donnent pas d'échéance. De même, Dumas et Louche (2016) expliquent que l'ISR n'est pas encore mainstream mais a gagné de la reconnaissance auprès des investisseurs. La question principale relative à l'ISR est selon eux passée de « qu'est-ce que l'ISR ? » à « comment faire de l'ISR ? » en passant donc de la justification à la pratique. Coeckelbergh & Peters (2016) estiment quant à eux que l'ISR ne va faire que gagner en importance, alors que Louche (2015) explique que l'ISR a gagné de la légitimité en s'adaptant à la logique financière pour quitter son image de niche d'activiste. KPMG rejoint ce point de vue en affirmant que le marché ISR ne peut plus être vu comme une

niche car il se développe via des firmes d'investissements traditionnelles qui se diversifient dans l'ISR. De Rijcke & Verchueren (2016) estiment, pour leur part, qu'il est clair que les fonds éthiques prennent de l'importance car même les fonds conventionnels commencent à appliquer les facteurs ESG, ce qui témoigne de la direction prise.

Par ailleurs, certains « s'avancent » en imaginant une généralisation de la prise en compte des critères ESG d'ici 10 à 15 ans (Van Liedekerke, 2016) (KPMG, 2015). KPMG (2015) estime ainsi que l'intégration ESG n'est plus vue comme une « couche supplémentaire » mais commence à être souvent intégrée au processus d'analyse financière, ce qui est un pas conséquent dans le processus de mainstreaming. D'autres partagent cet avis mais utilisent le terme ISR plutôt qu'intégration ESG (Dalaidenne, 2017) (Janssens, 2016). Le terme étant relativement vague, il est difficile de savoir s'ils entendent par-là la prise en compte de critères ESG ou la généralisation d'autres approches.

Enfin, Sandberg & Hamilton (2009) concluent que suite à son mainstreaming, l'ISR n'aurait alors dans un sens plus lieu d'exister en tant que mouvement ou concept. Simonek (2016) partage cet avis et va même plus loin avec ces propos : « je ne pense pas que nous parlerons encore d'investissements durables ou d'impact investing dans 10 ou 20 ans. A terme on devrait en arriver à mesurer l'impact de chaque investissement ».

2. Les enjeux et défis pour le marché ISR.

2.1. Améliorer l'image de l'ISR

Comme expliqué précédemment, les croyances autour de l'ISR n'apportent pas un environnement favorable à l'adoption générale de l'ISR.

La barrière la plus importante reste le scepticisme concernant le lien entre l'intégration de facteurs ESG et la performance financière (Bourghelle, Jemel, & Louche, 2009) (Morgan Stanley, 2015). La raison principale de ce scepticisme serait le manque d'études significatives prouvant la performance de l'ISR (Dumas & Louche, 2016). Selon Bourghelle & Louche (2009), l'intégration ESG deviendra mainstream seulement s'il existe une croyance globale parmi les investisseurs selon laquelle ces informations sont pertinentes. Cela n'est actuellement pas le cas selon ces auteurs.

Par ailleurs, la problématique du « green-washing » représente selon Financité (2016) un risque réputationnel pour l'entière du secteur et pas seulement pour les acteurs ayant recours à cette pratique. L'aspect ISR de certains produits fait d'ailleurs débat¹³. Financité met par exemple en avant le cas des produits structurés alors que Novethic pointe les fonds monétaires ou encore les produits induisant une évaluation extra-financière des états. KPMG (2015) confirme ce point de vue en arrivant à la conclusion qu'un produit doit être compris par les investisseurs pour être labélisé ISR et rajoute que la crédibilité de certaines stratégies ISR pose actuellement question. Toujours selon KPMG (2015), certains présentent en effet l'intégration ESG, par exemple, comme une approche « diluée » de l'ISR par laquelle il est possible de répondre aux critères minimaux pour pouvoir s'autoproclamer ISR.

Au-delà de l'ISR en particulier, c'est l'image actuelle des banques aux yeux des investisseurs qui peut représenter un frein de taille. En effet, KPMG (2015) souligne le fait que depuis la crise, le monde de la finance est fortement critiqué par les citoyens et peine à retrouver la confiance de ceux-ci. Le fait pour les banques de se tourner vers l'ISR est à priori bénéfique d'un point de vue commercial pour l'image du secteur financier mais il est important de souligner le risque réputationnel majeur qui y est lié. En effet, le manque de confiance en l'industrie financière pourrait être accentué par différents scandales et pousser les investisseurs ISR à se diriger vers des solutions moins traditionnelles.

2.2.Faire correspondre ISR et logique financière

Un aspect souvent mis en avant est le fait que l'ISR, avec sa vision à long terme, ne correspond pas à la recherche de profit à court terme qui règne sur les marchés financiers (Dumas & Louche, 2016) (Juravle & Lewis, 2008). En effet, plusieurs investisseurs et analystes reconnaissent l'impact des critères ESG sur les performances financières mais jugent les risques potentiels et la valeur créée comme étant à trop long terme par rapport à leur horizon d'investissement (BSR, 2008) (Mc Kinsey, 2009).

De plus, Louche et Lydenberg (2011) mettent en avant le fait que la grande variété et la complexité de l'ISR rendent sa pratique plus compliquée que la tâche relativement claire qui consiste à évaluer ou battre un indice de référence et qui est l'objectif principal de la finance conventionnelle. Selon Juravle & Lewis (2008) et Guyatt (2006), l'excès de benchmarking, et

¹³ Annexe 7 : « Le débat quant à l'aspect ISR de certains produits »

donc la volonté d'évaluer ses performances financières à celles d'indices conventionnels, représente un frein au mainstreaming de l'ISR. En effet, les auteurs pointent le fait que la plupart des actifs ISR en Europe sont de grosses capitalisations et que cela est dû au fait que les managers de fonds veulent investir dans des actifs qui seront « défendables » en cas de moins bonne performance (Juravle & Lewis, 2008) (Guyatt, 2006).

Robeco (2008) estime pour sa part que la mise en place d'un historique de performance au fur et à mesure des années va permettre à l'ISR de se légitimer et d'évoluer.

2.3.La prise de conscience de l'importance d'une vision durable de la société

De nombreux auteurs, après avoir mis en évidence l'évolution des mentalités dans la société actuelle avec un intérêt de plus en plus marqué pour la thématique de durabilité, estiment que le contexte actuel fait que les investisseurs ont un rôle à jouer dans le développement de l'ISR.

Par exemple, Louche et Lydenberg (2011) insistent sur la nécessité d'une démarche volontaire des investisseurs et des firmes pour faire évoluer l'ISR. De même, d'autres estiment que les investisseurs doivent aller plus loin que la maximisation du profit en se préoccupant des intérêts de la société (Sethi S., 2005) (Wang, Qiu, & Kong, 2011).

Selon Gillet (2007), il est clair qu'il existe une pression sociale incitant à aller au-delà du rendement. On remarque aussi que les employés de qualité préfèrent de plus en plus travailler pour des firmes avec une RSE marquée (Greening & Turban, 2000). Aussi, les parties prenantes dans ce type d'entreprise mettent la pression sur leur firme pour qu'elle innove, assurant ainsi de la croissance et un avantage compétitif sur les entreprises ayant une RSE moins marquée (Orltzky, Schmidt, & Rynes, 2003). Ces arguments qui justifient la prise en compte de critères ESG lors de décisions d'investissements renforcent l'idée selon laquelle les entreprises se portent bien en faisant le bien (Berry & Junkus, 2013).

D'un point de vue purement externe, il est clair que le développement durable permet de répondre à des défis comme le changement climatique, la pénurie d'eau, la croissance démographique, etc... En outre, l'augmentation du prix de l'énergie et des matières premières incite à trouver des nouvelles solutions (Robeco, 2008). L'économie plus durable vers laquelle nous nous dirigeons crée donc des opportunités pour les entreprises qui se concentrent sur ces

aspects et BNK (2016) estime que celles-ci bénéficieront d'une croissance plus rapide que le reste de l'économie.

2.4.L'évolution de l'offre

Un obstacle majeur à l'heure actuelle semble être le manque de méthode approuvée de manière universelle pour quantifier les informations extra-financières (BSR, 2008) (Mc Kinsey, 2009). Morgan Stanley (2015) estime ainsi qu'afin que l'ISR atteigne le potentiel qu'il mérite, l'industrie des services financiers doit non seulement créer ce type de produits d'investissements mais aussi permettre aux investisseurs individuels d'accéder à des outils et des ressources leur permettant d'évaluer et de comparer la durabilité de leurs investissements entre classes d'actifs. Cette nécessité de standardisation dans la mesure et le rapport de l'impact des investissements est aussi mise en avant par KPMG (2015).

Berry et Junkus (2013) insistent quant à eux sur le fait qu'il n'existe actuellement pas de modèle théorique permettant de déterminer l'équilibre optimal entre responsabilité sociétale et les autres critères d'investissement. Cet avis peut être associé à celui de Dumas et Louche (2016), à savoir que si l'ISR peut offrir une vision à long terme qui manque encore dans les marchés financiers, il a toutefois besoin de plus de transparence et d'outils plus sophistiqués tels que des modèles de quantification, et d'analyse d'impact pour devenir mainstream. Le besoin d'indicateurs clairs de performance est aussi mis en avant par Borremans (2014) qui compare leur potentielle utilisation à ceux des ratios utilisés depuis de nombreuses années en finance.

En outre, d'autres auteurs estiment que les preuves de l'impact social de ce genre d'investissements sont encore trop peu présentes (Amaeshi, 2010) (Guyatt, 2006) et que le manque de clarté de l'ISR peut ainsi mener les investisseurs et analystes à ne pas considérer les facteurs ESG. C'est aussi l'avis d'Uriagli (2017) qui déclare que pour qu'un ISR soit gagnant, sa performance financière est primordiale mais que la visibilité de l'impact l'est tout autant. Borremans (2014) confirme que la démonstration des bénéfices sociaux et environnementaux est la clé pour l'ISR.

Eurosif (2016) met en avant la montée de produits tels que les Green Bonds (GB), Social Impact Bonds (SIB) ou encore sustainability Bonds encore presque exclusivement réservés au marché institutionnel mais qui pourraient être amenés à se développer sur le marché retail à l'avenir¹⁴.

Par ailleurs, il semble que la thématique ISR ne soit pas encore bien ancrée au niveau de la distribution des produits aux investisseurs retail (KPMG, 2015) (Van Liedekerke, 2016). En effet, KPMG (2015) estime que beaucoup de conseillers ne sont pas à l'aise avec le fait de vendre certaines stratégies ISR car il serait par exemple beaucoup plus simple de vendre de l'investissement thématique que de l'intégration ESG. KPMG estime aussi que proposer des produits ISR présente un risque additionnel pour les conseillers car ils craignent d'être blâmés en cas de sous-performance du produit vendu par rapport au marché. Van Liedekerke (2016) caricature quant à lui la situation en constatant que la thématique de durabilité est bel et bien présente dans les hautes sphères hiérarchiques mais que les réseaux d'agences n'ont pas la moindre idée de ce dont il s'agit. BNK (2015) évoque le fait qu'il est important de pouvoir expliquer que la sélection opérée par le processus ISR vise à contrôler les risques à court terme tout en créant de la valeur à long terme.

Enfin, comme mentionné précédemment, il ressort de la littérature que proposer une approche nuancée de manière à offrir des solutions d'investissement sur mesure sera une des clés de la réussite des distributeurs de produits ISR (RobecoSam, 2017) (KPMG, 2015).

2.5.La mise en place d'un cadre législatif

Au niveau belge, Eurosif (2016) expliquait que le manque de définition de l'ISR et de cadre législatif sont les principales causes d'une évolution moins marquée de l'ISR belge par rapport à celle de l'industrie des fonds durant l'année 2015. Ce point de vue est, comme expliqué précédemment, largement soutenu par le réseau Financité qui plaide entre autres pour l'instauration d'une norme minimale et la mise en place d'incitants fiscaux.

Au niveau international, d'autres chercheurs estiment qu'un support légal est nécessaire au développement de l'ISR (Sethi S. , 2005) (Wang, Qiu, & Kong, 2011). Toutefois, comme expliqué dans le point concernant la standardisation de l'ISR, la mise en place d'un tel cadre semble complexe et assez peu probable à l'heure actuelle.

¹⁴ Annexe 8 : « Les produits ISR encore presque exclusivement réservés aux investisseurs institutionnels »

Par ailleurs, Eurosif (2016) et KPMG (2015) estiment que la responsabilité fiduciaire peut jouer un rôle essentiel de « développeur » de l'ISR. En effet, elle a représenté jusqu'à aujourd'hui un aspect dissuasif pour l'intégration des facteurs ESG et le fait de la redéfinir comme devant clairement tenir compte des aspects ESG représente un enjeu de taille.

2.6.L'évolution de la certification extra-financière

Selon KPMG (2015), l'ISR sera mainstream d'ici 2030 grâce à plus de transparence, de simplicité, d'honnêteté et d'intégrité. L'organisation met aussi en avant le fait que la labellisation des fonds peut être un bon moyen de promouvoir cette transparence et donc la confiance en l'ISR à condition que les labels soient octroyés selon une méthodologie expliquée en détail. Toutefois, elle mentionne les désavantages de ces labels qui sont présentés comme très locaux et peuvent donc avoir pour conséquence le fait que l'investisseur se sente perdu face à de nombreux produits promus par des labels différents.

Par ailleurs, comme expliqué précédemment, il semble exister une tendance au regroupement des agences extra-financières qui proposent des services de plus en plus pointus et aboutis. Cela a pour effet une transparence accrue qui s'étend même au-delà de l'univers ISR. En effet, de plus en plus d'agences de notation extra-financières proposent aujourd'hui une évaluation extra-financière de portefeuille, et ce, qu'ils soient ISR ou non (Novethic, 2014). La possibilité pour l'investisseur d'évaluer les critères ESG de son portefeuille quel qu'il soit pourra ainsi être déterminante au mainstreaming ISR.

2.7.L'attrait pour les solutions alternatives à l'ISR bancaire¹⁵

Le réseau Financité (2016) considère que parmi les investissements à finalité sociale, une part grandissante appartient à des investissements directs dans des sociétés et coopératives à finalité sociale. La part qui y est liée serait ainsi en augmentation de 41% entre 2015 et 2016 avec une tendance continue à la hausse. D'après Coeckelbergh & Peeters (2016), la Belgique compte presque 30000 sociétés coopératives qui comptent pour plus de 5% du PIB belge. Bien que toutes ne soient pas à but purement éthique, les auteurs considèrent qu'elles correspondent exclusivement à l'économie réelle. Bayot & Cayrol (2016) estiment d'ailleurs que la croissance de la finance solidaire laisse entrevoir la possibilité que les investisseurs se tournent vers des

¹⁵ Par solution alternative nous entendons toute possibilité d'investissement hors du secteur bancaire ayant des caractéristiques (partiellement) semblables à celles de l'ISR bancaire

projets plus proches de leurs valeurs et situés en dehors du système bancaire si les intérêts sociétaux ne sont pas plus pris en compte à l'avenir.

Toutefois, l'impact des entités de l'économie sociale est compliqué à déterminer de manière précise (Financité, 2016). En effet, il faut distinguer l'impact des activités à court-terme facilement mesurable de celui généré à long terme. L'organisme explique cela à travers l'exemple d'une société octroyant des micro-crédits ; le nombre de crédits octroyés sera facilement mesurable alors que le nombre de personnes pour qui ces crédits auront eu un impact positif après un certain nombre d'années est beaucoup plus difficile à mesurer. En outre, il sera dans ce cas de figure assez difficile de déterminer si l'impact identifié est réellement dû au crédit octroyé ou à des éléments externes.

Parmi les produits liés à la finance sociale, les Social Impact Bonds (SIB) sont apparus récemment et représentent une possibilité pour des investisseurs privés de financer un programme social qui sera mis en place par un opérateur social (Financité, 2014). Ils consistent en des mécanismes financiers reposant sur la mesure de l'impact social de projets sociaux. Des objectifs sont en effet prédéterminés et s'ils sont atteints, les pouvoirs publics remboursent à l'investisseur privé le montant de l'investissement plus l'intérêt déterminé. Cette approche est présentée comme plus proche de la philanthropie que de l'ISR car les rendements, tout comme la liquidité des produits, sont généralement moindres que pour des investissements classiques. Au niveau extra-financier, cette approche présente le principal avantage de permettre une « renouvelabilité » des ressources publiques en cas d'échec du programme social. En effet, le contrat est rempli (et donc l'argent est versé) seulement si les objectifs sont atteints. Toutefois, Financité (2016) estime que cette approche présente un désavantage majeur, à savoir : le risque de favoriser les projets sociaux rentables au détriment des autres.

Un autre moyen de financement en vogue est le crowdfunding. Il est en effet déjà possible pour tout citoyen d'investir dans des sociétés de manière éthique via des plateformes de crowdfunding et pour des montants relativement modestes, c'est-à-dire à partir de 50€, voire 100€. Ces montants sont toutefois généralement limités à 1000€ par projet et à des projets de 300000€ au maximum (Coeckelbergh, de Ruijter, Lavergne, & Peeters, 2016). Selon Coeckelbergh & Peeters, ces limites tendent à maintenir l'alternative du crowdfunding comme une contribution à un projet plutôt qu'une recherche d'opportunité financière, c'est-à-dire un réel investissement.

Sur base de ce chapitre, nous pouvons émettre les propositions suivantes :

Proposition 4 : *« Les pratiques ISR devraient être généralisées à l’horizon 2030 »*

Proposition 5 : *« La mise en place d’un cadre législatif autour des termes liés à l’ISR est actuellement peu probable mais serait bénéfique à son expansion »*

Proposition 6 : *« La capacité pour les organismes financiers proposant des produits ISR de démontrer, d’une part, son impact extra-financier ainsi que de former, d’autre part, ses employés par rapport à cette thématique représentent des enjeux majeurs quant à l’évolution de ce type d’investissement »*

Proposition 7 : *« Les alternatives à l’ISR bancaire vont continuer à se développer et pourraient être de plus en plus considérées par les investisseurs retail si les banques n’évoluent pas vers plus de transparence et de RSE »*

Chapitre 4 : présentation du cadre d'analyse

L'objectif de ce chapitre est de clarifier la méthodologie utilisée ainsi que le choix des outils réalisés dans le cadre de ce travail. Les difficultés rencontrées lors de cette recherche ainsi que les quelques biais méthodologiques inhérents à ce travail seront eux-aussi énoncés.

1. Méthodologie

Nous allons reprendre ci-dessous les différentes propositions formulées jusque-là sur base de la revue de littérature afin d'amener des éléments de réponse à notre question de recherche, à savoir :

« Quelle place pour l'ISR dans le secteur bancaire belge à l'horizon 2030 ? Focus sur les investisseurs particuliers »

Cela nous permettra d'axer notre guide d'entretien sur ces éléments et de pouvoir opposer les différents avis d'experts aux éléments issus de la littérature étudiée.

Proposition 1 : « *Le volume du marché ISR devrait continuer à augmenter d'ici 2030 sous l'impulsion d'une offre toujours plus élargie.* »

Proposition 2 : « *La vision de l'ISR par les investisseurs retail est biaisée et leur perception de l'ISR n'apporte actuellement pas un cadre favorable à son développement* »

Proposition 3 : « *La demande pour l'ISR va s'intensifier au fur et à mesure des années sous l'impulsion des HNWI, des femmes et des millenials* »

Proposition 4 : « *Les pratiques ISR devraient être généralisées à l'horizon 2030* »

Proposition 5 : « *La mise en place d'un cadre législatif autour des termes liés à l'ISR est actuellement peu probable mais serait bénéfique à son expansion* »

Proposition 6 : « *La capacité pour les organismes financiers proposant des produits ISR de démontrer, d'une part, son impact extra-financier ainsi que de former, d'autre part, ses employés par rapport à cette thématique représentent des enjeux majeurs quant à l'évolution de ce type d'investissement* »

Proposition 7 : « *Les alternatives à l'ISR bancaire vont continuer à se développer et pourraient être de plus en plus considérées par les investisseurs retail si les banques n'évoluent pas vers plus de transparence et de RSE »*

1.1.La démarche prospective

La méthodologie utilisée pour ce travail est d'inspiration prospective étant donné l'objectif correspondant à une volonté de construire des possibilités futures et de déterminer la direction que prend le marché ISR sur base de nombreux éléments et acteurs.

Il existe actuellement une définition formelle de cette approche reconnue par le collège européen de prospective qui la présente comme « une démarche indépendante, dialectique et rigoureuse, menée de manière transdisciplinaire et collective et destinée à éclairer les questions du présent et de l'avenir, d'une part en les considérant dans leur cadre holistique, systémique et complexe et, d'autre part, en les inscrivant, au-delà de l'historicité, dans la temporalité. » (Destatte, 2013)

Cette définition met en avant l'aspect « multi-facettes » de ce type de démarche. En outre, la lecture de différentes références sur le sujet (de Jouvenel, 2004) (Godet, 2007) (Destatte, 2013) nous ont fait réaliser à quel point la méthode est complexe et envisagée de manière très différente selon les auteurs et le contexte des études. C'est pourquoi il me semble irréaliste d'adopter cette démarche à la fois rigoureuse et pas clairement définie dans le cadre d'un mémoire universitaire.

Toutefois, ces lectures nous ont permis d'identifier quelques aspects de la démarche en lien avec notre étude tels que l'importance de l'intégration de ruptures mise en avant par de Jouvenel (2004) comme pouvant être des innovations modifiant les habitudes ou encore la volonté humaine de modification des règles. En effet, après analyse de la revue de littérature et sur base des propositions formulées, on peut par exemple supposer que la mise en place d'un cadre législatif ou encore la mise au point d'outils et modèles permettant d'analyser les performances extra-financières représenteraient des ruptures dans le cadre de notre étude.

Aussi, certaines étapes citées par ce dernier auteur correspondent ou sont tout à fait assimilables à la démarche de notre étude. Parmi elles, on retrouve notamment la vision du marché en tant que système présentant diverses variables (ici divers types d'acteurs et d'influences) ou encore

le recueil de données et l'élaboration de futurs possibles ainsi que de choix stratégiques (pour les banques belges dans notre cas).

Enfin, de Jouvenel (2004) explique qu'il est difficile de définir un horizon de recherche de manière scientifique dans le cadre de ce type de démarche et qu'il est donc surtout important de faire preuve de bon sens lors de la prise de décision. Dans notre cas, le choix de l'horizon 2030 n'a effectivement pas de valeur scientifique et s'appuie principalement sur les anticipations de certaines organisations (KPMG, 2015) ainsi que de certains acteurs (Van Liedekerke, 2016) (Dalaidenne, 2017) (Janssens, 2016) estimant qu'il est probable d'envisager une généralisation de l'ISR aux alentours de l'an 2030.

1.2.L'entretien semi-directif (qualitatif)

En vue de recueillir les données pour la partie empirique du travail, il est important d'utiliser une méthodologie adéquate. Dans ce cas, c'est une démarche qualitative qui a été privilégiée pour diverses raisons énoncées ci-dessous.

Parmi les méthodes qualitatives privilégiées, on retrouve de manière générale l'observation, l'analyse documentaire et l'entretien (Lessard-Hébert, Goyette, & Boutin, 1997). L'observation ne se prête pas à l'objectif du présent travail, c'est pourquoi l'entretien a été privilégié dans le cadre de celui-ci. En effet, cette méthode apparaît comme la plus appropriée à appliquer pour approfondir notre sujet et la recherche documentaire est quant à elle présentée par les auteurs comme ayant plutôt un rôle de support d'une autre méthode et a déjà été réalisée dans le premier chapitre de ce travail.

Pourtois et Desmet (1988) présentent l'entretien ou entrevue comme pouvant être orienté(e) vers des thèmes particuliers et prenant souvent une forme semi-directive. Werner et Schoepfel (1987) ajoutent qu'avoir recours à l'entretien est nécessaire en vue d'obtenir des données valides concernant les opinions et idées du sujet. Lessard Hébert & Boutin (1997) expliquent quant à eux que les entretiens oraux présentent l'avantage d'obtenir des informations, opinions sur divers aspects tels que des événements, les autres ou encore soi-même. Toutefois, ces auteurs expliquent que cette méthode implique des choix techniques lors de la sélection des informateurs. En effet, ceux-ci doivent être aptes à répondre mais aussi correspondre à un échantillon représentatif et il est essentiel d'avoir parmi les interlocuteurs des personnes considérées comme « clé » de par leurs compétences.

Powney et Watts (1989) suggèrent deux grandes catégories d'entretiens ; ceux axés sur la réponse et les autres axés sur l'information (Powney & Watts, 1987). Dans notre étude, c'est le premier cas qui est privilégié car il est caractérisé par le fait que l'interviewer garde le contrôle tout au long du processus en répondant à un plan préétabli. L'entretien semi-structuré est ici différencié de l'entretien structuré par le fait que si cette méthode vise à recueillir des informations, elle ne tient pas compte de manière rigide de l'ordre d'apparition des différents éléments lors du processus. L'entretien basé sur l'information est quant à lui caractérisé par le fait que c'est l'interviewé qui définit à quel point l'entretien sera structuré. Cette méthode est dès lors souvent qualifiée de non-structurée car l'interviewer ne dirige pas l'entretien. Bien que cette dernière méthode présente l'avantage de permettre au répondant de se sentir plus à l'aise car il ne peut être « piégé » par son interlocuteur, elle présente deux désavantages de taille dans le cadre de cette étude, à savoir :

- La durée des rendez-vous : celle-ci était souvent limitée à 1h, voire 1h30 et ne permettait donc pas de trop s'écarter du sujet de manière à collecter l'information escomptée.
- Le risque de « dispersion » : le fait que l'interviewé dirige l'entretien le laissera prendre le contrôle sur les sujets abordés et peut aboutir à un entretien trop peu en lien avec le but de l'étude ou encore incomplet.

Par ailleurs, Pourtois et Desmet (1988) mettent en avant l'importance de débiter un entretien semi-directif par une question ouverte de manière à stimuler une certaine spontanéité chez le répondant avant de passer à des questions plus fermées au fur et à mesure de l'avancement de la discussion. De même, ils insistent sur l'importance de garder une certaine maîtrise ainsi que sur l'usage de la reformulation.

Enfin, Lessard-Hébert et Boutin (1997) indiquent qu'il est important de recueillir les données issues de ce type d'entretien par écrit ou via un enregistrement. Cette façon de faire permet de traiter les informations par après sans risquer de les oublier et ainsi de pouvoir se concentrer sur le rôle d'interviewer durant l'échange verbal.

Le guide d'entretien¹⁶ a été préparé sur base de ces éléments méthodologiques en vue de traiter les différentes propositions formulées dans le point précédent tout en restant le plus neutre possible concernant la manière d'aborder l'information.

¹⁶ Annexe 9 : « Création du guide d'entretien sur base des propositions formulées »

1.3.Choix des répondants et biais méthodologiques

En ce qui concerne le choix des répondants¹⁷, les entretiens ont été pour la plupart planifiés avec différents experts issus de banques privées actives en Belgique et étant connues pour leur offre ISR relativement développée. A savoir ; J. Closon (BNP Paribas Fortis), S. Lavergne et O. Gillet (Van Lanschot), E. Florin (Triodos), O. Mortier (Degroof-Petercam), E. de Callataÿ (Orcadia).

Ce choix s'explique par deux raisons principales, à savoir que :

- Comme Eurosif (2016) le met en évidence dans son dernier rapport, la concentration sur les clients privés en cours actuellement est en particulier guidée par les « HNWI ». En effet, ces individus, typiquement clients en banque privée, ont accès à l'offre ISR la plus large et aux dernières tendances sur le marché (impact investing par exemple) de par leur capacité à opter pour des investissements moins conventionnels.
- Les experts issus de banques ayant une offre ISR plus développée semblent par définition plus à même de disposer de connaissances pointues sur le sujet et donc à fortiori d'avoir un avis pertinent par rapport aux pratiques et tendances se dessinant sur le marché et sont directement concernés par les challenges qui entourent le futur de l'ISR belge.

Par ailleurs, deux autres entretiens, à savoir avec B. Bayot (réseau Financité) et D. Cockelbergh (New B) ont aussi été planifiés dans le but principal, pour le premier, d'aborder le sujet de manière plus générale à travers une vision plus globale de la situation actuelle et, pour le second, d'envisager plus particulièrement des alternatives à ce qui se fait actuellement à travers le regard d'une personne ayant eu une expérience précédente dans l'ISR bancaire.

Toutefois, il est important de noter le fait que ces choix entraînent des biais méthodologiques dont les principaux identifiés sont les suivants ;

Le fait de traiter la partie expérimentale de ce travail en réalisant une étude qualitative auprès d'experts et acteurs de l'ISR plutôt qu'à travers une étude quantitative auprès des investisseurs même représente sans doute le biais méthodologique le plus important de cette étude. En effet, le fait d'interroger directement les investisseurs retail quant à leurs attentes pourrait sembler plus logique en vue d'éviter tout jugement ou supposition de tiers.

¹⁷ Annexe 10 : « Brève présentation des experts »

Toutefois, cette démarche n'aurait selon nous pas pu aboutir à des conclusions représentatives de la réalité pour diverses raisons, à savoir :

- Le fait que le manque de connaissance de l'ISR par les investisseurs apparaît clairement dans la littérature et n'aurait pas permis une compréhension suffisante du sujet par les répondants en vue de l'approfondir.
- L'aspect « secret professionnel » des banques qui rend impossible la divulgation des noms de clients correspondant au profil afin de leur demander de répondre à une enquête. Quand bien même une banque aurait accepté de diffuser un questionnaire, les résultats auraient alors été biaisés par un effet de concentration dépendant des pratiques de cette même banque.
- Le fait que le contexte de cette étude demande une approche qualitative rend impossible la multiplication d'entretiens avec des investisseurs particuliers, l'échantillon nécessaire à une représentativité suffisante n'étant pas possible à atteindre via cette approche.

Un deuxième biais méthodologique est celui d'avoir volontairement choisi des acteurs réputés comme actifs et impliqués sur le marché ISR belge et non des banques étant plus « neutres » par rapport à la thématique ISR. En effet, les réponses reçues peuvent ainsi être interprétées comme biaisées par un intérêt manifeste pour une montée de l'ISR qui correspond à la stratégie des banques concernées. Comme mentionné ci-dessus, cela s'explique par le fait que ces derniers sont sans doute les plus à même d'apporter un avis constructif par rapport à la question de recherche de par leur implication.

1.4. Evolution de la démarche qualitative et difficultés rencontrées

Durant cette étude, il a été nécessaire de debriefer les différents entretiens en faisant preuve d'esprit critique de manière à adapter mon comportement au moment d'aborder l'entretien suivant. Ceci en vue d'accéder à un discours moins standardisé par exemple mais aussi de veiller à la bonne compréhension du sens donné à certaines questions ainsi qu'à la pertinence de celles-ci. Pour ce faire, il a été nécessaire d'adapter certaines formulations ou encore d'adapter la grille d'entretien pré-réalisée d'une interview à l'autre en vue de l'optimiser. Le détail de cette évolution ainsi que des difficultés rencontrées est disponible en annexe¹⁸.

¹⁸ Annexe 11 : « Evolution de la manière d'aborder les entretiens »

Chapitre 5 : Présentation des résultats

Ce chapitre a pour objectif de mettre en avant les informations les plus pertinentes recueillies lors des entretiens réalisés. Pour ce faire, nous présenterons ces « findings » de manière transversale. Ces dernières sont issues des tableaux réalisés suite à l'écoute et à la retranscription des entretiens. Nous invitons le lecteur à en prendre connaissance en annexe¹⁹.

A ce stade, nous nous contenterons dans un premier temps d'énoncer les divers points de vue et éléments liés aux différentes propositions sans formuler d'hypothèse ou d'interprétation. Cette démarche sera quant à elle réalisée dans le chapitre suivant.

Proposition 1 : « *Le volume du marché ISR devrait continuer à augmenter d'ici 2030 sous l'impulsion d'une offre toujours plus élargie.* »

Les experts s'accordent sur le fait que le volume du marché augmentera dans les années futures et mettent en avant plusieurs raisons à cela. Toutefois, certains estiment que cette ascension se réalisera sous certaines conditions.

La première raison est une tendance haussière du nombre d'acteurs s'intéressant à l'ISR et élargissant leur offre ou encore leur focus sur le sujet. Si l'extension de l'offre ISR et de l'engagement pour la durabilité est communément admise par les interviewés, plusieurs d'entre eux (O. Gillet et S. Lavergne, E. Florin, E. de Callatay) pointent du doigt le fait que l'ISR est proposé par de nombreux acteurs comme une des facettes faisant partie de l'offre dans un but commercial alors que d'autres produits beaucoup moins durables sont également proposés par ailleurs. Toutefois, ils estiment que cela force les autres acteurs à s'améliorer ou se spécialiser et que c'est donc relativement bénéfique pour la reconnaissance de l'ISR en général.

Un second aspect souvent énoncé est la demande des clients pour ce type d'investissement. Les répondants mettent en avant une prise de conscience générale qui va s'intensifier au fur et à mesure des années. B. Bayot et E. Florin mettent en avant le fait que le marché ne représente qu'une infime proportion à l'heure actuelle alors que les études montrent qu'il existe un intérêt important (de 15 à 50% des investisseurs selon les chiffres énoncés par les experts) pour l'ISR.

¹⁹ Annexe 12 : « Tableaux présentant les findings par proposition »

B. Bayot estime que la récente multiplication des AUM ISR due à la mise en place d'une stratégie axée sur l'ISR par BNP Paribas Fortis est la preuve qu'il existe un gros potentiel en attente d'être exploité.

Toutefois, il explique qu'il est délicat pour une banque généraliste de concentrer ses efforts sur l'ISR au risque d'être « étiquetée » par les investisseurs peu sensibles à cette thématique. Par ailleurs, O. Mortier se joint à E. Florin pour dire que de plus en plus d'investisseurs posent des questions par rapport à la présence d'une offre ISR et au détail de celle-ci. La première estime toutefois que la demande est encore assez limitée à l'heure actuelle.

Un troisième élément régulièrement cité est le fait que l'ISR ne peut être un effet de mode car il représente une nécessité. En effet, tous les experts ont cité les problématiques sociétales, et principalement celle de l'environnement comme incitants sérieux à l'ISR. D. Coeckelbergh va quant à lui encore plus loin en parlant d'un burnout total de la planète qui est actuellement en train de se produire. Cet élément est étroitement lié à la recherche d'investissements de type ISR. En effet, S. Lavergne et O. Gillet estiment que les sociétés qui ne s'intéressent pas à la durabilité sont amenées à perdre des parts de marché dans leurs secteurs respectifs à l'avenir, ce qui pourrait faire fuir les investisseurs.

Concernant l'extension de l'offre, un développement des green bonds au niveau des particuliers est anticipé par D. Coeckelbergh et O. Mortier. Tout comme J. Closon, ces derniers estiment aussi que l'offre va continuer à se diversifier à travers le développement de nouvelles nuances par rapport aux approches qui existent actuellement.

Enfin, S. Lavergne, O. Gillet et O. Mortier expliquent que c'est le marché institutionnel qui tire le marché ISR et que les innovations transitent d'abord du côté institutionnel avant d'aboutir sur le marché retail. Toutefois, O. Mortier ajoute que MIFID représente un frein conséquent pour l'introduction de ces nouveaux produits sur le marché retail.

Proposition 2 : « *La vision de l'ISR par les investisseurs retail est biaisée et leur perception de l'ISR n'apporte actuellement pas un cadre favorable à son développement* »

Plusieurs éléments sont mis en avant par la plupart des experts pour illustrer cette proposition ;

En premier lieu, le fait que les investisseurs sous-estiment le rendement de l'ISR est presque toujours cité. En effet, les investisseurs ont tendance à assimiler l'ISR à des performances financières moindres que celles générées par des investissements classiques, or le rendement est présenté par les experts comme le facteur considéré comme le plus important pour les investisseurs retail. D'après E. Florin, ce préjugé serait toutefois bien moins présent chez les investisseurs plus jeunes (de moins de 40-50 ans). O. Mortier et E. de Callataÿ ajoutent que l'aspect gestion du risque n'est pas pris en compte par la plupart des investisseurs car ils ne sont pas conscients de son importance. Ceux-ci auraient, selon eux, tendance à considérer uniquement le rendement plutôt que le couple risque /return.

Par ailleurs, il semble que les investisseurs ne connaissent pas l'ISR, n'en ont pas une idée claire ou encore en ont une vision biaisée. D'après J. Closon et E. de Callataÿ, c'est l'aspect environnemental qui est le plus souvent associé à l'ISR alors qu'il ne représente qu'une partie de celui-ci.

Enfin, la grande majorité des investisseurs se contenterait de l'appellation ISR sans chercher à en savoir plus sur la démarche mise en œuvre par la banque et ce qu'elle implique. La plupart des experts mettent ainsi en avant le fait que les investisseurs ne veulent pas chercher à comprendre, à s'informer sur le sujet car ils n'en ont pas le temps ou l'envie. La principale raison évoquée pour expliquer cela serait le fait que les investisseurs font confiance à leur banquier, cet élément étant mis en avant par les experts comme la base d'une bonne relation bancaire. Toutefois, O. Mortier souligne le fait que la crise de 2008 et les scandales impliquant les grandes banques n'aide pas les investisseurs à avoir une confiance totale en leur banque. D. Coeckelbergh estime, quant à lui, qu'environ 10% à 20% des investisseurs cherchent à comprendre la démarche ISR mais que ces derniers sont régulièrement déçus par le peu d'informations qu'ils peuvent obtenir en agence.

Proposition 3 : « *La demande pour l'ISR va s'intensifier au fur et à mesure des années sous l'impulsion des HNWI, des femmes et des millenials* »

Parmi les investisseurs amenés à intensifier la demande pour l'ISR, les experts assurent qu'il n'existe pas de « profil type » et qu'il est compliqué d'énoncer des généralisations. Toutefois, certaines tendances se dégagent à travers les différents discours.

La plus citée est celle d'un intérêt particulier des jeunes et des femmes pour l'ISR. Si l'intérêt des jeunes, actuellement en phase de construction de leur patrimoine, est présenté comme un accélérateur potentiel de la demande dans les années à venir, certains experts estiment que c'est déjà le cas de manière indirecte à l'heure actuelle. En effet, S. Lavergne et O. Gillet mettent en avant le fait qu'un dialogue s'installe entre les générations car le sujet de l'argent devient moins tabou et le transfert de richesse se fait de nos jours plus tôt qu'auparavant. E. Florin et O. Mortier renforcent cette idée en ajoutant que les investisseurs plus jeunes poussent de plus en plus leurs parents vers une approche durable de leurs investissements et que cette approche est régulièrement privilégiée pour le patrimoine placé par les parents en vue de leur succession. D. Coeckelbergh estime toutefois que même si la jeune génération est plus ouverte à la thématique durable que les anciennes ne l'étaient au même âge, elle a tendance à moins s'engager et pourrait donc ne pas agir réellement en ce sens.

Une seconde tendance évoquée par D. Coeckelbergh et E. Florin est celle d'un intérêt particulier pour l'ISR venant des personnes plus fortunées. Le premier cité explique cela par une forme de diversification supplémentaire ou encore un moyen de se donner bonne conscience pour cette catégorie d'investisseurs.

D'autres tendances liées au mode de vie et aux convictions se dessinent aussi à travers les témoignages d'experts. On retrouve ainsi la présence d'un intérêt particulier pour l'ISR des individus ayant un certain engagement pour la société et s'intéressant par exemple à l'esprit coopératif ou encore des investisseurs étant dédiés à des ONG. B. Bayot ajoute qu'il existe une attention accrue du public de manière générale pour la thématique de durabilité qui se traduit par un intérêt particulier pour la consommation de produits biologiques ou encore pour les initiatives locales. Il émet ainsi l'hypothèse que le public sensible à ces aspects représente une partie importante des investisseurs intéressés par l'ISR.

Enfin, E. de Callatay estime sur base de l'échantillon que représente sa clientèle que les personnes ayant « fait leur argent eux-mêmes » semblent plus sensibles à l'ISR que celles qui en ont hérité. E. Florin met quant à lui en avant le fait que les investisseurs ayant reçu une meilleure éducation, étant plus cultivés sont particulièrement intéressés par l'ISR.

Proposition 4 : « *Les pratiques ISR devraient être généralisées à l'horizon 2030* »

Cette proposition divise les différents experts interrogés. En effet, alors que certains rejoignent cette vision, parfois de manière nuancée, d'autres la considèrent excessive.

Parmi les experts partageant ce point de vue, on retrouve J. Closon et E. Florin. La première partage la vision des académiciens selon laquelle on ne parlera plus d'ISR en tant que tel d'ici là car les facteurs ESG seront systématiquement intégrés par les gestionnaires. Elle ajoute également deux éléments à ce propos : premièrement le fait que beaucoup d'analystes n'ont pas encore formalisé leur approche comme étant ISR alors que les critères ESG sont déjà considérés lors des décisions d'investissements et deuxièmement le fait qu'il est de plus en plus courant de voir apparaître des objectifs extra-financiers pour les managers. E. Florin rejoint quant à lui l'idée selon laquelle il ne sera plus nécessaire de parler d'ISR et va plus loin en imaginant qu'au-delà de la généralisation de l'ISR, la tendance ira vers plus d'investissements d'impact.

D'autres rejoignent l'idée d'un mainstreaming mais apportent plus de nuances. C'est notamment le cas de S. Lavergne et O. Gillet qui estiment que le processus durera bien plus que 10 à 15 ans, à savoir encore une génération (33 ans environ). O. Mortier estime, quant à elle, que les chiffres ne permettent pas de parler de généralisation à l'heure actuelle mais que le processus semble être en cours étant donné l'importance croissante donnée aux analyses ESG par les équipes de recherche. Elle imagine que d'ici 2030, environ 40% des actifs seront ISR et que l'on s'oriente vers plus de fonds thématiques permettant aux clients de savoir plus clairement ce qu'ils financent.

Les experts restants sont quant à eux plus dubitatifs. D. Coeckelbergh estime ainsi qu'il existe peu de chances que le changement ne se réalise « aussi facilement ». Selon lui, c'est un événement néfaste majeur qui pourrait provoquer cette évolution. B. Bayot est moins catégorique et pense que certaines conditions telles que des mesures publiques ou encore une stratégie conjointe des acteurs les plus importants seraient nécessaires. Il estime toutefois que cela a peu de chances d'arriver, à moins que les exigences pour être considéré ISR soient

définies comme « ultra-light ». Enfin, E. de Callatay n’imagine pas ce scénario comme probable et envisage plutôt un glissement général de la qualité de l’ISR vers le haut avec une convergence des pratiques ESG « au fur et à mesure que les entreprises moins responsables verront que les plus responsables performant bien ». Deux raisons principales sont avancées par ce dernier ; d’abord le fait que proposer un glissement des actifs vers de l’ISR en expliquant que les fonds actuellement investis comprennent des entreprises pas très « clean » représente un discours peu cohérent de la part d’un banquier, et ensuite le fait que la TOB²⁰ actuellement d’application en Belgique rend l’argent déjà investi plus inerte car les investisseurs sont sensiblement refroidis à l’idée de perdre 1,32% de la valeur de leur investissement. Cette inertie devrait toutefois s’estomper avec le temps et la multiplication « d’évènements de liquidités » qui permettront selon lui une montée de l’ISR. Par ailleurs, E. de Callatay imagine la stratégie best-in class s’imposer sur la durée de par ses avantages en termes de volatilité moindre et de diversification.

Enfin, les « govies »²¹ sont présentés par E. Florin et E. de Callatay comme étant potentiellement problématiques au mainstreaming de l’ISR. Ces derniers évoquent en effet le fait qu’ils relèvent des états dont l’évaluation ESG peut entraîner un dilemme. Ils soulignent ainsi que le marché obligataire est encore dominé par les emprunts souverains et qu’il semble extrêmement délicat de définir le comportement de tel ou tel pays comme n’étant pas responsable.

Proposition 5 : « La mise en place d’un cadre législatif autour des termes liés à l’ISR est actuellement peu probable mais serait bénéfique à son expansion »

Nombreuses sont les divergences d’opinions au sein du panel d’experts concernant l’intérêt de la mise en place d’un cadre législatif pour l’ISR.

Tout d’abord, concernant la possibilité d’instaurer une norme définissant ce qui peut être considéré ISR ;

On retrouve systématiquement parmi les partisans à cette solution un souhait de transparence totale qui est présenté comme l’élément central de la démarche. La mise en place d’une norme minimale pour être considéré ISR est selon eux souhaitable si elle est réalisée sur base de critères objectifs.

²⁰ Taxe sur les opérations boursières

²¹ Govies : terme désignant les emprunts d’état ou encore les dettes souveraines

J. Closon estime ainsi qu'un label d'état, voire même européen aurait du poids et qu'une solution fournissant des références claires débouchant sur des critères de notation opposables est à privilégier. Cette idée d'opposabilité est rejointe par E. Florin qui imagine la possibilité de créer une échelle graduelle évaluant l'aspect ISR des investissements. Cette échelle fonctionnerait selon un principe comparable à l'échelle de risque actuellement en place et viendrait s'ajouter à une norme minimale. Si cette dernière idée paraît séduisante, elle semble toutefois difficile à mettre en place de manière efficace étant donné la multiplicité des stratégies existantes et leurs particularités. En effet, imaginer appliquer cette échelle pour des critères d'exclusion (il en existe plus d'une centaine) ou encore une stratégie d'engagement semble très difficile à envisager.

O. Mortier prend quant à elle l'exemple du label unique français qu'elle aimerait voir émerger en Belgique sous une version modifiée, en l'occurrence non payante pour éviter tout biais commercial. Par ailleurs, elle prône tout comme E. Florin le fait de garder la possibilité d'utiliser des approches diverses à travers une définition bien réfléchie, c'est à dire suffisamment précise et large à la fois.

B. Bayot estime pour sa part qu'un label émanant d'une instance neutre permettrait de générer plus de confiance et d'attractivité pour les produits ISR mais imagine aussi la possibilité de réaliser un appel d'offre public pour des agences de notation en vue de mettre en place un tel système. Quoi qu'il en soit, ce dernier estime qu'il est impératif que les pouvoirs publics prennent leurs responsabilités pour éviter un scandale qui ferait chuter la confiance des investisseurs déjà malmenée.

D'autres sont moins enthousiastes à l'idée de l'instauration d'un « balisage » de l'ISR. Parmi eux, S. Lavergne et O. Gillet, E. de Callatay et D. Coeckelbergh.

Les deux premiers cités estiment cela indésirable car il relève selon eux de la responsabilité du client de « savoir ce qu'il veut et d'analyser ce qui lui est proposé ». Ils estiment ainsi qu'il existe suffisamment d'éléments (normes, évaluations de sociétés de rating etc..) à disposition des investisseurs pour leur permettre d'analyser les produits qui leur sont proposés ou encore la méthodologie appliquée et que c'est à eux de prendre leurs responsabilités. Ils ajoutent également que la législation risquerait de prendre du retard sur l'évolution du marché et que l'état actuel de ce dernier, comprenant différents acteurs de certification, permet un accès à différents points de vue sur le sujet.

E. de Callataÿ estime quant à lui que le rôle du législateur est d'interdire certaines pratiques plutôt que de contrôler « ceux qui veulent faire mieux » que les règles établies. Il ajoute que, hors exceptions, « nous ne sommes pas en présence d'un marché où certains se disent éthiques alors qu'ils ne le sont pas » et que légiférer en ce sens n'est donc pas réellement nécessaire. En outre, il avance tout comme O. Mortier un obstacle à une telle législation à travers l'absence d'analyse ESG des plus petites capitalisations qui fait que ces dernières ne peuvent être déclarées ISR et ne pourraient donc pas rentrer dans le cadre législatif qui serait lié à ce type d'investissement.

D. Coeckelbergh énonce 3 raisons principales pour motiver sa pensée. Premièrement, le fait qu'un nouvel encadrement obligerait les banques proposant déjà de l'ISR à adapter ses produits à celui-ci alors que les autres auraient seulement à créer de nouveaux produits répondants aux critères imposés. Deuxièmement, il estime qu'une norme ne changerait pas la donne car c'est selon lui « dans l'offre concrète de l'agence que la réalité se passe ». Il explique ainsi que la labellisation ISR ne change pas énormément car son absence n'empêchera pas d'orienter un client vers un fonds non ISR en le lui vendant comme un produit très responsable sans toutefois utiliser le terme spécifique « ISR ». Troisièmement, il met en avant le fait qu'un scandale impliquant un produit qui répondrait à la norme rendrait cette dernière très caduque aux yeux du grand public.

Ensuite, sur le plan du niveau de pouvoir compétent, la mise en place de ce cadre législatif devrait selon la plupart des experts avoir lieu (si tel devait être le cas) au niveau européen plutôt que belge pour être plus efficace. En effet, D. Coeckelbergh met en avant le fait qu'un fonds de type UCITS peut être commercialisé par simple notification dans un autre pays au sein de l'Europe et qu'il ne pourrait donc en être autrement sous peine de créer une biais commercial conséquent. Les experts considèrent toutefois l'intérêt porté par le pouvoir législatif belge et européen à l'ISR comme étant très faible et estiment donc la probabilité que cela se produise comme étant assez mince.

Enfin, un aspect régulièrement évoqué durant ces entretiens fût l'éventualité d'accorder des incitants fiscaux à l'ISR en vue d'augmenter sa reconnaissance. Cette possibilité est soutenue par J. Closon, O. Mortier, D. Coeckelbergh ou encore B. Bayot. Ce dernier imagine dès lors la possibilité d'octroyer l'incitant fiscal actuel concernant l'épargne pension du troisième pilier sous des conditions à définir mais liées à l'investissement dans un fonds ISR. E. de Callataÿ, S. Lavergne et O. Gillet ne sont quant à eux pas favorables à des avantages fiscaux pour l'ISR.

En effet, le système de l'incitant fiscal ne les séduit pas car ils le décrivent comme engendrant des impôts pour la collectivité et présentant un risque d'être transféré dans le prix payé par le consommateur.

Proposition 6 : « *La capacité pour les organismes financiers proposant des produits ISR de démontrer, d'une part, son impact extra-financier ainsi que de former, d'autre part, ses employés par rapport à cette thématique représentent des enjeux majeurs quant à l'évolution de ce type d'investissement* »

Concernant cette proposition, plusieurs experts mettent en avant l'intérêt pour les organismes financiers d'étendre l'évaluation de l'impact extra financier de l'ISR à l'ensemble de la clientèle retail.

En effet, J. Closon, E. Florin et O. Mortier présentent une forme de segmentation des investisseurs selon leur richesse pour ce qui est de l'impact extra-financier. L'investissement d'impact est ainsi décrit par J. Closon comme étant actuellement un catalogue pour des personnes plus aisées étant donné le manque de liquidités et l'horizon plus long que cette approche implique. E. Florin et O. Mortier la rejoignent sur ce point, le premier cité ajoute d'ailleurs qu'il envisage le futur de l'ISR pour les individus plus fortunés comme étant concentré sur l'impact investing et même la philanthropie.

Ces experts estiment donc que l'évaluation de l'impact extra financier des investissements est un aspect à développer en vue de disposer d'une offre appropriée pour le réseau retail. En effet, le fait de donner des exemples concrets parle selon eux bien plus aux clients. Ainsi, les experts expliquent que de plus en plus de clients sont en demande de disposer d'une évaluation de leurs investissements comprenant des exemples concrets expliquant par exemple en quoi exactement les fonds dans lesquels ils ont investi aident la planète. E. de Callatay se dit quant à lui moins convaincu par un futur succès commercial pour l'impact investing bien qu'il reconnaisse l'aspect qualitatif de cette approche. O. Mortier estime pour sa part que la mise en place de mesures d'impact qui soient précises et fiables pour les investissements cotés représente un challenge difficile à relever à court-terme.

Par ailleurs, de nombreux éléments énoncés par les experts interrogés rejoignent l'idée selon laquelle l'éducation des commerciaux par rapport à la thématique ISR est essentielle au développement de ce marché.

De fait, on peut notamment citer D. Coeckelbergh qui estime que le personnel des agences locales n'est « ni formé, ni apte et dans beaucoup de cas pas très motivé à offrir de l'ISR car les commerciaux ne le connaissent pas suffisamment ou estiment que c'est trop compliqué à offrir aux clients ».

D'autres témoignages renforcent cette idée, notamment ceux de O. Mortier qui admet qu'en interne certains employés ont encore une vision biaisée de l'ISR en tant que niche moins rentable ou encore S. Lavergne et O. Gillet qui expliquent que tout le monde n'est pas encore familier avec la méthodologie ISR utilisée de leur côté et que des employés les appellent régulièrement pour obtenir plus d'informations. Ce premier élément peut être mis en relation avec le constat de B. Bayot selon lequel « un quart des investisseurs intéressés par l'ISR ne s'est pas vu proposer ce type d'investissement par son banquier ». Ainsi, J. Closon estime que c'est seulement à partir du moment où les commerciaux sont formés et comprennent ce que l'ISR peut apporter à leur clientèle qu'ils savent l'expliquer et le vendre aux clients intéressés par la démarche. Selon son point de vue, c'est ce processus qui doit permettre une sensibilisation des investisseurs à l'ISR et une meilleure compréhension de la thématique. Cette vision est partagée par O. Mortier qui estime qu'éduquer une clientèle qui méconnaît encore l'ISR fait aussi partie du rôle des agences.

De même, E. de Callatay, D. Coeckelbergh et E. Florin mettent en avant l'importance de pouvoir expliquer le fait que l'ISR est un moyen de diminuer les risques globaux d'un portefeuille et de pouvoir ainsi démonter l'idée reçue selon laquelle la performance de l'ISR est moindre que celle d'investissements classiques.

Proposition 7 : « Les alternatives à l'ISR bancaire vont continuer à se développer et pourraient être de plus en plus considérées par les investisseurs retail si les banques n'évoluent pas vers plus de transparence et de RSE »

La majorité des experts mettent en avant l'intérêt des investisseurs pour des solutions d'investissements présentant une connotation plus locale. Le terme « rejet des multinationales » est employé par J. Closon qui ajoute que les investisseurs aimeraient « soutenir la société au bout de leur rue qui a une approche éthique et durable ». E. Florin parle lui aussi d'une demande pour relocaliser les investissements de manière à donner la possibilité aux clients d'investir dans des projets « qui leur parlent, les concernent » ainsi que dans l'économie réelle, positive. E. de Callatay rejoint ce point de vue en expliquant que les investisseurs seront intéressés à

l'idée d'investir dans un projet durable dans leur région alors qu'ils ne le seraient pas si ce projet se déroulait à l'autre bout du monde.

Pour ce qui est de l'attrait pour des solutions alternatives, le crowdfunding, les coopératives à finalité sociale ou encore le fait d'investir en tant que business angel sont évoquées. Ces possibilités sont présentées par les experts comme permettant à l'heure actuelle de répondre à la demande d'investissements locaux à travers du non-coté.

Si les experts citent ces possibilités, la plupart d'entre eux n'imaginent toutefois pas ces solutions alternatives concurrencer l'ISR bancaire sur le plan quantitatif. On peut notamment citer B. Bayot qui pense que malgré l'aspect qualitatif de certaines de ces solutions, le rôle de la banque est prépondérant et le restera. E. de Callatay va lui aussi en ce sens. Il n' imagine pas les investisseurs engager une part importante de leur patrimoine de cette manière bien qu'il déclare que la désintermédiation engendrera plus d'investissements directs. E. Florin et O. Mortier se rejoignent sur le fait que les montants et les motivations ne sont généralement pas les mêmes pour ce type d'investissement. La dernière citée estime ainsi qu'une solution de type crowdfunding, par exemple, est selon elle privilégiée par affinité pour un projet plus que par l'attente d'un rendement alors que les coopératives à finalité sociale sont plutôt comparables à de l'investissement d'impact. D. Coeckelbergh estime, quant à lui, que le crowdfunding pourrait concurrencer les banques en termes d'ISR si quelqu'un lançait une initiative bien menée mais qu'à l'heure actuelle très peu de crowdfunders ont une démarche ISR.

Concernant l'implémentation d'une offre bancaire reprenant ce type d'alternatives, les experts estiment que l'intégration de solutions à connotation très locale est actuellement très peu probable étant donné les contraintes liées à la régulation du secteur bancaire. S. Lavergne et O. Gillet ajoutent que quoi qu'il en soit, les forces majeures du secteur bancaire veilleront toujours à reprendre des initiatives indépendantes si elles se révèlent prometteuses et qu'il ne faut pas sous-estimer leur puissance.

Au niveau de la transparence, les experts s'accordent sur le fait que si l'information n'est pas toujours facilement accessible, l'offre ISR actuelle n'a pas pour vocation de tromper le consommateur. B. Bayot explique ainsi que de nombreux gestionnaires sont réellement stupéfaits lorsqu'ils reçoivent une note négative pour leur démarche ISR de la part du réseau Financité car ils pensaient « de bonne foi avoir une approche responsable ».

Enfin, E. Florin, E. de Callataÿ, S. Lavergne et O. Gillet se rejoignent pour mettre en avant un manque de cohérence entre ISR et RSE dans certaines banques. Ces experts estiment ainsi que l'ISR doit être considéré comme une vision et non comme une gamme et qu'il n'est pas dissociable des autres pratiques bancaires. L'octroi de crédit à des entreprises peu responsables est de ce fait mis en avant par les deux derniers alors que E. de Callataÿ explique que cela peut se décliner sous différents aspects tels que la tarification excessive de fonds, le fait de ne pas être très en phase avec le profil de l'investisseur ou encore le fait d'encourager le personnel à rouler en voitures de société.

Chapitre 6 : discussion et interprétation des résultats

L'objectif de ce chapitre est de mettre en parallèle les informations présentées dans la revue de littérature avec celles obtenues lors des entretiens réalisés avec les experts du secteur. Le fait de confronter les différents points de vue nous permettra ainsi de mettre en avant les divergences observées et de les interpréter. C'est aussi dans ce chapitre qu'un point de vue critique sera formulé sur base des informations recueillies, et ce, en tentant de garder un regard extérieur sur la thématique de recherche.

Pour ce faire, nous allons « balayer » le sujet en nous concentrant sur les diverses propositions formulées de manière à se focaliser sur ces éléments. Notons que nous nous contenterons de mettre en relation les informations obtenues sans citer de manière systématique les différents experts et auteurs afin d'éviter une certaine « lourdeur » lors de la lecture.

Proposition 1 : « *Le volume du marché ISR devrait continuer à augmenter d'ici 2030 sous l'impulsion d'une offre toujours plus élargie* »

Concernant cette proposition, la littérature et les experts s'accordent sur l'anticipation d'une montée de l'ISR d'ici à l'horizon de recherche. En effet, on constate que les chiffres relatifs aux fonds ISR sur le marché belge sont en nette augmentation pour l'année 2016 aussi bien en termes d'AUM qu'en termes de parts de marché alors qu'on assistait à un relatif « statu-quo » des chiffres les années précédentes. Concernant cette explosion soudaine des encours de fonds ISR, le réseau Financité explique qu'elle est largement imputable à deux fonds de gestion privée d'un des principaux acteurs ; à savoir BNP Paribas Fortis. Etant donné le fait que les mandats de gestion discrétionnaire ne sont pas inclus dans le rapport du réseau et qu'ils semblaient être en nette augmentation fin 2015, nous pouvons formuler l'hypothèse selon laquelle l'explosion apparente serait en réalité due à un transfert d'actifs à partir de mandats de gestion discrétionnaire ISR (qui n'étaient pas comptabilisés) en parts de « fonds de fonds ISR » (bel et bien comptabilisés pour leur part), et ce, pour des raisons fiscales. Si cette hypothèse s'avère exacte, nous pourrions en déduire que la montée de l'ISR s'est faite de manière plus graduelle qu'elle n'y paraît dans les chiffres énoncés.

Même si cet élément seul ne permet pas de garantir une montée continue de l'ISR dans les années à venir, il laisse penser qu'un mouvement est bel et bien en marche et qu'un intérêt particulier est actuellement porté vers l'ISR. C'est d'ailleurs l'avis général du panel d'experts.

Si cette extension de l'offre (au niveau du nombre d'acteurs proposant de l'ISR mais aussi de l'apparition de nouveaux produits) est communément anticipée, certains éléments sont toutefois mis en avant par les experts. Notamment le fait qu'une banque généraliste ne peut se permettre de concentrer ses efforts sur l'ISR sous peine de se voir attribuer une étiquette de la part de l'ensemble de sa clientèle ou encore que la demande explicite des investisseurs pour ce type de solutions est encore assez limitée à l'heure actuelle bien que de plus en plus présente. Ce dernier élément peut être mis en relation avec le fait que la littérature rapporte majoritairement la présence d'une demande latente pour l'ISR. Le marché étant décrit par les différentes parties comme poussé par l'offre, on peut imaginer que même si les investisseurs ne formulent actuellement que peu de demandes pour l'ISR, ils seraient ouverts et même intéressés par une offre bancaire spontanée traitant de cette thématique. Cet aspect sera abordé parallèlement dans la sixième proposition.

Par ailleurs, on peut citer un aspect très régulièrement mentionné par les différents experts, à savoir que diverses problématiques environnementales, sociales ou encore de gouvernance représentent des incitants à l'ISR. C'est l'aspect environnemental qui est d'ailleurs le plus mis en avant à travers une réflexion selon laquelle l'ISR est nécessaire et représente une approche logique compte tenu de l'état actuel de la planète. On retrouve d'ailleurs cette sensibilité toute particulière à la problématique environnementale ainsi que la mise en avant d'une prise de conscience globale par la population dans la littérature. Ces éléments viennent renforcer l'opinion générale issue de la revue de littérature présentant l'ISR comme un phénomène allant bien au-delà d'un simple effet de mode.

D'autre part, l'offre sur le marché retail est présentée par les experts comme étant fortement influencée par les nouveautés ayant précédemment transité par le marché institutionnel, or il ressort de la revue de littérature que l'attrait pour des solutions ISR sur le marché institutionnel est de plus en plus important et exigeant. La réglementation actuelle (MIFID) est toutefois présentée comme un frein à la transposition de produits du marché institutionnel vers le marché retail.

Proposition 2 : « *La vision de l'ISR par les investisseurs retail est biaisée et leur perception de l'ISR n'apporte actuellement pas un cadre favorable à son développement* »

On retrouve dans la littérature différents biais relatifs à la perception que les investisseurs retail ont de l'ISR. Parmi ceux-ci, trois biais principaux reviennent régulièrement, à savoir :

- L'idée reçue selon laquelle l'ISR « coûterait de l'argent » aux investisseurs qui imaginent généralement que ce type d'investissement demande un sacrifice financier.
- L'assimilation du terme ISR à la partie environnementale de la thématique sans considérer les aspects sociaux et de gouvernance.
- Le fait que de nombreux investisseurs imaginent l'approche ISR comme ayant une vocation purement marketing.

Parmi ces éléments, les deux premiers sont largement cités et commentés par les experts. Ceux-ci pointent très clairement le premier comme étant le plus déterminant car le rendement représente l'aspect central considéré par les investisseurs, parfois même sans accorder d'importance à la composante « gestion du risque » qui y est pourtant liée. Le second est quant à lui largement partagé et associé au fait que les investisseurs méconnaissent l'ISR. Le frein que peut représenter ce second élément est toutefois bien moindre que le premier, bien que l'étiquette « écologie » paraisse réductrice et ne parle sans doute pas à certaines personnes qui pourraient pourtant être plus sensibles à des enjeux sociaux par exemple.

Concernant le troisième point, il est bien moins cité par les experts qui parlent plutôt d'un manque de curiosité, voire même d'intérêt dans certains cas qui pousse les investisseurs à se contenter de l'appellation ISR. En effet, de nombreux experts déplorent le fait que les investisseurs ne cherchent pas à savoir ce qui se cache derrière le terme ISR, par exemple en ce qui concerne l'approche utilisée ou encore les thématiques ciblées. Cela s'explique selon eux par une relation de confiance largement évoquée comme étant nécessaire entre tout investisseur et son banquier. Paradoxalement, cette confiance ne semble toutefois pas être étendue aux banques qui souffriraient toujours d'une image ternie par la crise de 2008. Ce dernier aspect peut, quant à lui, être assimilé au troisième point évoqué dans la littérature et explique sans doute le fait que les clients se disent méfiants lorsqu'une nouvelle thématique telle que l'ISR est évoquée mais adhèrent toutefois aux explications de leur conseiller en qui ils placent leur confiance.

Proposition 3 : « *La demande pour l'ISR va s'intensifier au fur et à mesure des années sous l'impulsion des HNWI, des femmes et des millenials* »

Comme expliqué dans le développement de la proposition 1, il ressort de la littérature que l'intérêt des investisseurs retail pour l'ISR est en hausse de manière générale, sans doute en grande partie par une prise de conscience généralisée des problématiques inhérentes à la thématique ISR.

Concernant le profil des investisseurs particulièrement intéressés par l'ISR et amenés à participer à l'expansion du marché à l'avenir, les experts s'accordent dans un premier temps avec la littérature. En effet, il apparaît selon l'ensemble que le fait de définir un groupe homogène d'investisseurs intéressés par l'ISR, ou encore établir un profil « type » de l'investisseur responsable relèverait d'une forme de généralisation abusive.

Toutefois, certains éléments laissent penser que certaines catégories de la population sont particulièrement sensibles à cette thématique. Il semble ainsi clair selon la littérature et les entretiens avec les experts que diverses segmentations peuvent être établies selon ;

- **La richesse :** Les HNWI sont cités dans la littérature pour leur intérêt envers l'ISR lié à un potentiel de diversification supérieur ou encore lié à la possibilité de se concentrer sur certains aspects de manière plus précise à travers du non-coté. Les experts rejoignent ce point de vue et certains y ajoutent une opportunité de « se donner bonne conscience » ou encore de rendre quelque chose à la société.
- **L'âge :** La génération Y (ou millenials) est mentionnée comme étant le plus grand accélérateur potentiel de la demande pour l'ISR dans les années à venir. En effet, les études témoignent d'un intérêt particulier pour la thématique chez ces individus présentés, d'une part, comme sensibles à l'aspect durable dans leur quotidien et amenés, d'autre part, à disposer d'un patrimoine de plus en plus conséquent au fil des années. Les experts appuient, quant à eux, le premier élément en décrivant cette génération comme plus conséquente dans ses choix et intéressée par la thématique durable. Quant au second élément, ils vont plus loin en expliquant qu'il ne faudra pas attendre que ces individus construisent leur patrimoine pour que l'impact se ressente. En effet, la création d'un dialogue intergénérationnel incite davantage la génération précédente à avoir une réflexion plus approfondie sur le sujet. On peut donc imaginer qu'une forme d'éducation

inversée est en train de se mettre en place et qu'elle pourrait déboucher sur un effet de levier favorisant une montée exponentielle de l'ISR.

- **Le sexe :** Les femmes sont présentées dans la littérature comme plus sensibles aux retombées des investissements. Plusieurs experts évoquent eux aussi cet aspect qui les différencie des hommes, plus souvent focalisés sur la performance financière uniquement. Si cet élément peut actuellement se traduire par un intérêt particulier des femmes pour ce type d'investissement, on peut établir l'hypothèse que cette différence devrait s'estomper à l'avenir si, comme nous l'anticipons, la performance financière de l'ISR est de plus en plus régulièrement mise en avant dans les études réalisées sur le sujet. On peut donc raisonnablement penser qu'il existe un lien entre les idées reçues relatives à une sous-performance de l'ISR et le fait que les hommes, plus sensibles à la performance financière, s'intéressent actuellement moins à l'ISR que les femmes.

Enfin, un autre élément moins présent dans la littérature est mis en avant par de nombreux experts, à savoir une tendance liée au mode de vie et aux convictions des investisseurs. En effet, les individus ayant un certain engagement envers la société à travers une implication dans le milieu coopératif, les ONG ou encore la consommation de produits biologiques sont cités comme plus enclins à s'intéresser à l'ISR. Il est toutefois intéressant d'établir un lien avec les aspects « tenir compte de la durabilité dans son quotidien » ou encore « plus conséquents dans les choix » mentionnés plus haut dans le cas des millenials.

Proposition 4 : « *Les pratiques ISR devraient être généralisées à l'horizon 2030* »

La possibilité d'une généralisation des pratiques ISR est un point largement discuté aussi bien dans la littérature que par les experts. En effet, il ressort de la littérature que le processus de généralisation est en cours et, bien que certains comparent encore l'ISR à une niche, la plupart des auteurs estiment qu'il a réussi à quitter cette image pour entamer un processus de mainstreaming. Comme expliqué précédemment, l'horizon à envisager quant à ce processus est difficile à définir mais 2030 semble être une échéance envisageable.

Du côté des experts, on est plus prudents et la généralisation est plutôt présentée comme une éventualité une fois tous les points de vue pris en considération.

En effet, si certains sont persuadés qu'elle aura lieu et vont même plus loin en imaginant des approches plus engagées, d'autres sont très sceptiques et estiment que plusieurs éléments laissent penser qu'il sera compliqué d'assister à une généralisation de ces pratiques. Parmi ces éléments, trois sont mis en avant :

- Le manque de mesures publiques (ce postulat sera traité dans le cadre de la cinquième proposition).
- La présence de la TOB qui rend l'argent déjà investi plus inerte et engendre donc un frein au transfert de fonds placés vers l'ISR.
- La problématique liée à l'évaluation extra financière des états.

En analysant ces « freins » avec du recul, on constate que les deux premiers pourraient potentiellement évoluer en étant soit mis en place (mesures publiques) ou encore supprimés (TOB), bien que rien n'indique cela actuellement. Il est par contre bien plus difficile d'envisager une suppression du troisième élément. En effet, ce dernier, ajouté au fait que le marché obligataire est dominé par les emprunts souverains, apparaît comme étant le plus problématique en vue d'une généralisation de l'ISR à tous types de produits financiers.

Par ailleurs, cette proposition peut être assimilée aux propositions 1 et 3 étant donné le fait qu'une offre élargie ainsi que la présence d'investisseurs particulièrement en demande d'ISR sont deux éléments étroitement liés à l'évolution du marché et à sa possible généralisation. Par ailleurs, il ressort de la littérature comme des entretiens avec les experts que le marché institutionnel a un rôle prépondérant à jouer dans la diffusion de l'ISR à plus grande échelle ainsi que dans la généralisation de ses pratiques.

Enfin, il est important de préciser le fait que si les avis divergent fortement sur ce point, les différentes opinions sont toutefois à prendre avec précaution étant donné l'interprétation que chacun donne au terme « généralisation des pratiques ISR ». En effet, la manière d'appréhender ce terme peut aller de l'adoption générale de la prise en compte des critères ESG dans le processus d'investissement à la généralisation de pratiques ISR plus « ambitieuses », selon la vision de chacun. S'il semble clair que la première option est communément envisagée, on constate que la seconde évoque bien plus de modération.

Proposition 5 : « *La mise en place d'un cadre législatif autour des termes liés à l'ISR est actuellement peu probable mais serait bénéfique à son expansion* »

Cette proposition est sans doute celle qui divise le plus. En effet, on retrouve aussi bien dans la littérature que dans le discours des experts des éléments encourageant la mise en place d'un cadre législatif que d'autres rejetant catégoriquement cette possibilité.

Au niveau des partisans de cette démarche, on retrouve dans la littérature le postulat selon lequel une standardisation de l'ISR permettrait de faciliter sa généralisation. Les principaux arguments avancés en ce sens sont l'accès à plus de clarté et de transparence ainsi que la comparabilité des produits et des recherches qui y sont liées. En outre, la littérature met en avant, de manière générale, le fait que la standardisation de l'ISR ne se produira très probablement pas de manière naturelle et que la seule chance pour qu'elle ait lieu dépend de la création d'un cadre législatif à cet effet. Pour ce qui est des experts, c'est très clairement la transparence qui est mise en avant comme axe central de la démarche bien que l'aspect opposabilité des critères de notation soit lui aussi régulièrement cité. Toutefois, la majorité d'entre eux insiste sur la nécessité d'amener une définition à la fois suffisamment précise pour apporter un balisage exigeant une certaine qualité mais aussi suffisamment large en vue de ne pas exclure d'approche à priori.

Pour les opposants à la mise en place d'une quelconque norme ou encore définition de l'ISR, c'est l'appréhension de la reconnaissance d'un unique point de vue qui règne. En effet, plusieurs experts et auteurs estiment qu'une telle démarche réduirait le champ des possibilités liées aux produits ISR ainsi qu'à la vision que chacun peut en avoir. Ils insistent sur l'intérêt de garder une offre diversifiée où chaque acteur peut justifier une démarche correspondant à ses valeurs, pour autant qu'elle soit transparente, et citent plusieurs arguments en ce sens parmi lesquels ;

- Le fait que l'analyse de ce qui est proposé relève de la responsabilité du client qui investit une partie de son patrimoine et que de nombreux outils et agences externes existent pour mettre les informations requises à disposition des investisseurs.
- Le fait que de plus petites capitalisations n'ayant pas les moyens d'être analysées seraient injustement exclues des univers ISR alors qu'elles pourraient répondre aux critères requis.
- Le fait que la présence d'un scandale lié à un produit répondant à la norme ou définition de l'ISR rendrait cette dernière peu crédible.

En analysant les différents arguments d'un point de vue externe, il semble qu'un cadre législatif concernant l'ISR permettrait sans doute une meilleure reconnaissance ou encore compréhension des différents produits proposés sous cette appellation. Toutefois, ce qui pourrait être imaginé dans un premier temps comme une solution idéale pose question lorsqu'on réalise qu'un tel cadre limiterait par exemple la possibilité d'utiliser l'appellation à l'univers d'investissement couvert par les analystes extra-financiers ou encore qu'une approche telle que l'engagement basée sur une relation assez discrète visant à faire évoluer les entreprises, serait presque automatiquement exclue d'un tel cadre étant donné la difficulté d'exposer publiquement les moyens mis en œuvre pour aboutir à des résultats.

Par ailleurs, il semble assez clair que si un tel cadre législatif devait être mis en place, il serait bien plus efficace en étant en vigueur au niveau européen. En effet, la plupart des experts tout comme la littérature expliquent que des règles uniquement nationales créeraient un biais commercial conséquent de par la possibilité de commercialiser certains produits dans d'autres pays européens par simple notification. Toutefois, tous les avis convergent vers un intérêt très mitigé des pouvoirs publics et instances européennes pour l'instauration d'un tel cadre qui semble de ce fait avoir très peu de chances de voir le jour.

Enfin, un aspect très peu mentionné dans la littérature mais largement discuté par les experts est celui des incitants fiscaux liés à l'ISR. Alors que certains y sont favorables et imaginent des solutions concrètes qui y seraient liées, d'autres estiment que la valeur de l'incitant serait transférée dans le prix payé par l'investisseur ou encore dans les impôts. On peut toutefois citer dans ce cadre la proposition de B. Bayot visant à octroyer l'actuel incitant fiscal lié au troisième pilier de la pension sous réserve d'un investissement de type ISR. Cette recommandation aurait pour avantage de ne pas engendrer de coût supplémentaire tout en favorisant la montée et la reconnaissance de l'ISR mais serait par ailleurs dépendante de l'existence d'un cadre juridique définissant l'ISR.

Proposition 6 : « *La capacité pour les organismes financiers proposant des produits ISR de démontrer, d'une part, son impact extra-financier ainsi que de former, d'autre part, ses employés par rapport à cette thématique représentent des enjeux majeurs quant à l'évolution de ce type d'investissement* »

Cette proposition comporte deux éléments estimés comme des enjeux clés et étant liés à l'offre de produits dits ISR par les organismes financiers, à savoir : la démonstration de l'impact extra-financier et la formation des employés.

Concernant le premier enjeu, on peut affirmer que la nécessité pour l'ISR de démontrer son impact-extra financier est généralement admise. En effet, la littérature nous apporte des éléments en ce sens à travers diverses études concluant que les investisseurs individuels sont en demande d'outils leur permettant de comparer les investissements selon leur impact sur la société et à travers des rapports précis et concrets. Le postulat selon lequel la visibilité de l'impact des investissements représente une clé de l'évolution du marché est largement rejoint par les experts. En effet, beaucoup d'entre eux expliquent que l'impact investing, moins liquide et exigeant un horizon souvent plus long, est déjà disponible pour les investisseurs plus fortunés. Etendre la philosophie de cette approche à des investissements cotés représente un défi méritant des efforts de la part des organismes financiers. La plupart d'entre eux estiment ainsi que pouvoir présenter des faits concrets sur lesquels les investissements proposés aboutissent permettrait aux investisseurs de mieux visualiser l'offre et de donner plus de sens à leurs placements.

Toutefois, démontrer clairement les bénéfices sociétaux de l'ISR semble actuellement difficilement envisageable à court-terme car si des outils en ce sens sont en développement, leur fiabilité ne semble pas encore avoir été démontrée à l'heure actuelle.

Quant au deuxième enjeu, on peut pointer de nombreux éléments issus de la littérature ainsi que des entretiens avec les experts laissant penser que l'évolution du marché dépend grandement de la maîtrise du sujet par les commerciaux. En effet, on retrouve à de multiples reprises dans la littérature le sentiment selon lequel ces derniers ne sont pas à l'aise avec certaines stratégies ISR ou encore craignent d'être blâmés en cas de sous-performance du produit vendu. Si les experts n'évoquent pas ces aspects selon ces termes, plusieurs d'entre eux admettent qu'il n'est pas rare d'être questionné par des employés de leur institution concernant la stratégie ISR mise en place, ce qui renforce le postulat précédent.

Par ailleurs, il est intéressant de faire le lien entre ce deuxième aspect et la proposition 2. En effet, alors que la perception de l'ISR par les investisseurs retail semble bel et bien biaisée et défavorable à ce marché, nous pouvons mettre en avant l'intérêt pour les investisseurs de recevoir un conseil de qualité venant d'un employé très familier avec la thématique ISR et pouvant les y sensibiliser, dissiper les idées reçues (en termes de sous-performance concernant les critères ESG notamment) ou encore expliquer clairement la méthodologie appliquée pour les différents produits proposés. Les différents experts s'accordent d'ailleurs avec la littérature pour évoquer le rôle « d'éducation de la clientèle » des agences dans la diffusion des pratiques ISR.

Cependant, il est important de noter que les banques semblent actuellement prendre conscience de cet élément. L'aveu de certains experts expliquant que certains commerciaux ne sont pas toujours à l'aise avec les différentes méthodologies en témoigne. Aussi, l'attrait pour l'ISR évoluant rapidement, on peut imaginer que cet élément va être pris en compte par de plus en plus d'institutions. Plusieurs leaders du marché ont d'ailleurs déjà entamé ce processus de formation des commerciaux.

Proposition 7 : « *Les alternatives à l'ISR bancaire vont continuer à se développer et pourraient être de plus en plus considérées par les investisseurs retail si les banques n'évoluent pas vers plus de transparence et de RSE* »

Plusieurs possibilités sont présentées dans la littérature comme pouvant potentiellement concurrencer l'ISR bancaire. Parmi ces dernières, on retrouve les coopératives à finalité sociale, les Social Impact Bonds ou encore le crowdfunding. Ces différents éléments présentés comme étant en expansion ont en commun un aspect « impact concret » lié à la proposition précédente qui les rend, de ce fait, hypothétiquement attractifs. Hormis cet aspect, il ressort des entretiens que ce qui peut pousser les investisseurs à placer leur argent en dehors du système bancaire est la connotation locale de certaines alternatives. En effet, l'aspect régional et le terme « rejet des multinationales » sont par exemple mis en avant et les solutions les plus souvent évoquées sont les coopératives à finalité sociale, le crowdfunding ou encore le fait d'investir en tant que business angel.

Toutefois, les experts sont pour la plupart assez catégoriques sur le fait que ces alternatives n'ont que peu de chances de concurrencer les banques sur le plan quantitatif. En effet, tout comme on le retrouve dans la littérature, le fait que ces alternatives offrent un rendement

généralement moindre est évoqué et les experts n'imaginent pas les investisseurs s'en contenter pour la majeure partie de leur patrimoine. Ces options pourraient d'après eux gagner en reconnaissance mais elles traduisent des motivations différentes telles que l'affinité par rapport à un projet en particulier. Par ailleurs, si la législation (MIFID) est décrite comme rendant très compliquée l'implémentation de solutions à connotation très locale dans le milieu bancaire, plusieurs experts pointent du doigt le fait que la puissance bancaire ne laissera pas passer l'occasion d'investir en rachetant de telles initiatives si elles s'avèrent avoir un succès plus important qu'escompté.

Concernant les aspects « transparence » et « RSE », la littérature met en avant le fait que ces éléments sont de plus en plus surveillés par les investisseurs à l'heure où les informations, principalement liées à un scandale, circulent extrêmement vite. La crise de 2008 est aussi citée comme un frein à la confiance des investisseurs qui attendent des banques qu'elles montrent « patte blanche ». Il apparaît d'ailleurs que beaucoup d'investisseurs sont toujours suspicieux quant à l'offre ISR des banques qui est souvent envisagée comme « purement marketing » et doit encore gagner leur confiance.

Les experts assurent quant à eux de manière générale que l'offre actuelle dans sa globalité n'a pas pour vocation de tromper le consommateur et qu'elle est donc « de bonne foi ». Bien qu'il serait tentant pour l'observateur extérieur de considérer que cet avis peut être biaisé étant donné qu'il émane de professionnels du secteur, le fait que le directeur du réseau Financité ou encore un expert tel que E. Florin issu de la banque la plus communément reconnue pour sa vocation à l'ISR²² s'accordent à ce sujet laisse penser qu'on peut considérer ces opinions comme fiables. C'est justement le manque de cohérence dû à une RSE pas toujours en phase avec l'image ISR donnée par certains organismes financiers qui est pointé du doigt à la fois dans la littérature mais aussi par plusieurs experts.

²² Cet élément ressort de différentes études présentées dans la partie théorique. En outre, Triodos est la banque la plus souvent citée par l'ensemble des experts dans les interview en tant que référence s'agissant de l'ISR.

En conclusion, on peut imaginer d'après les différents points de vue qu'il est extrêmement peu probable à l'heure actuelle de voir les banques perdre une quantité importante d'actifs promis à l'ISR au profit de solutions alternatives. En effet, s'il apparaît clairement que les banques sont amenées à montrer toujours plus de transparence et de RSE pour gagner en crédibilité et retrouver une confiance malmenée, on peut considérer d'après les différentes informations récoltées que la concurrence devrait plutôt se faire au sein même du secteur bancaire en cas de manquements liés aux aspects présentés ci-dessus.

Chapitre 7 : Réflexion éthique liée au sujet de recherche

Notre étude ayant un lien clair avec l'éthique commerciale et la thématique de durabilité, nous commencerons par développer brièvement cette relation de manière plus générale. Nous aborderons ensuite deux aspects étroitement liés à la thématique de recherche et méritant à notre sens une réflexion plus approfondie.

1) Réflexion générale

De plus en plus de gens se posent des questions quant à la façon d'aborder le futur et ont besoin de transparence et d'intégrité après de nombreux dysfonctionnements, aussi bien dans le secteur économique (crise bancaire de 2008) qu'au niveau politique (mauvaise gouvernance), ce qui amène un sentiment de défiance de leur part.

Par ailleurs, une prise de conscience d'une plus large tranche de la population par rapport au fait que nous sommes à un « tournant » de l'histoire en termes de gestion des ressources par exemple nous amène à avoir une réflexion de fond quant aux choses que nous voulons réaliser tant sur le plan de l'énergie que de l'environnement, de l'alimentation ou encore de l'éducation.

Ce mouvement de remise en question et ce besoin d'intégrité sont autant d'éléments qui expliquent l'engouement d'un nombre croissant de personnes pour des investissements socialement responsables plus en phase avec leur mode de pensée car cela répond également à la réflexion sur l'influence que chacun peut avoir sur la société, dans différents domaines d'action possibles et, dans le cas qui nous préoccupe, à travers l'utilisation de son argent pour qui en a la possibilité.

2) Éléments de réflexion apparus lors de notre recherche

Nous allons nous concentrer sur deux éléments qui ont été abordés lors des entretiens avec les experts mais qui n'ont pu être détaillés dans le cœur du travail. En effet, ceux-ci m'ont amené à m'engager dans une réflexion plus approfondie et à prendre de recul par rapport au sujet en vue d'appréhender les tenants et aboutissants de ces enjeux. Le premier élément traite du coût social des investissements et le second du dilemme que représente la comparaison des différentes approches de l'ISR sur le plan extra-financier.

a) Le coût social des investissements

Le fait que la performance financière de l'ISR soit régulièrement comparée à celle d'investissements classiques met en avant l'importance accordée au rendement dans le processus de décision d'investissement. Comme énoncé plusieurs fois dans cette étude, un rendement moindre est généralement considéré par les investisseurs comme étant « le coût d'investir de manière responsable » et cela à tendance à les refroidir.

En réfléchissant à cet élément de manière plus globale, il est toutefois intéressant de noter que cette approche du rendement est assez restrictive car elle prend uniquement en compte le point de vue de l'investisseur et non celui de la collectivité. En effet, en envisageant les retombées financières globales d'un investissement, il apparaît clairement que certains produits tels que les « sin stocks » (ou actions nocives) par exemple, offrent un rendement absolu au-dessus de la moyenne pour l'investisseur mais engendrent des coûts importants pour la société.

On peut notamment citer à ce sujet Coeckelbergh (2017) qui explique que les études ne considèrent pas l'impact de l'ISR sur la société, qui fait qu'en réalité, investir dans des entreprises à travers une approche ISR permet de diminuer la facture de la sécurité sociale par exemple et donc en finalité les impôts payés par chacun. Toutes les études se focalisent selon ses propos sur les effets financiers à court terme alors qu'il serait intéressant de calculer les effets pour la société à plus long terme en les envisageant comme pouvant être assimilables à une diminution des taxes.

Prenons par exemple l'industrie du tabac dont Gillet (2017) explique que beaucoup d'actions qui en sont issues ont donné de bons rendements à l'investisseur qui les possédait en portefeuille ces quinze dernières années. Cependant, l'expert met en lumière le fait que ces investissements ont un coût social très important dans le sens où les gens qui fument sont plus vulnérables, ils ont donc plus de problèmes de santé et les dépenses qui y sont liées telles que les visites chez le médecin ou les séjours à l'hôpital sont payés par la société, et donc au bout du compte par les citoyens. Notons que cette réflexion pourrait être étendue à des industries telles que celles de l'alcool ou encore de l'agro-alimentaire notamment.

Enfin, si cette réflexion mérite à notre sens d'être amenée, n'oublions toutefois pas qu'elle est à relativiser. En effet, il est évident que si certains investissements tels que les « sin stocks » peuvent s'avérer particulièrement néfastes, les produit ISR ne donnent toutefois pas la garantie d'un coût social nul bien que la démarche soit positive. Pour clôturer cette réflexion, nous pouvons citer Petitjean (2015) qui caricaturait la situation en affirmant que « si le seul critère de l'investisseur est le rendement nominal maximal, qu'il trafique de la cocaïne ».

b) Le dilemme que représente la comparaison extra-financière des approches

Alors que les différentes approches disponibles dans le cadre de l'ISR demandent la manifestation d'un intérêt particulier pour être appréhendées par tout un chacun, l'explication des différentes méthodologies qui en dépendent peut entraîner un jugement hâtif portant sur les approches à privilégier dans le cadre de pratiques ISR. En effet, en considérant ici uniquement l'aspect éthique induit par les approches, il est humain de chercher à établir une forme de classement de celles-ci selon l'impact positif qu'elles peuvent avoir au niveau des critères E, S et G. Toutefois, il peut être intéressant de ne pas s'en tenir uniquement à une première perception et de pousser la réflexion plus loin quant à l'intérêt extra-financier de chaque approche pour considérer de nouveaux éléments.

Afin d'illustrer ces propos, prenons l'exemple d'un choix d'investissement à réaliser entre une stratégie exclusivement « best in class » et une stratégie dite « d'exclusion ». Si la philosophie des deux approches est différente, une volonté de prendre uniquement en compte des aspects éthiques mènerait sans doute de prime abord à considérer la méthodologie d'exclusion comme préférable. En effet, le point de vue selon lequel les entreprises issues de secteurs controversés sont à éliminer de l'univers d'investissement paraît tout à fait fondé et le fait d'opter pour cette approche peut donc sembler évident dans un premier temps. Toutefois, une réflexion plus approfondie sur les bienfaits de chaque possibilité peut permettre d'apporter une vision plus nuancée de la question. Ainsi, si l'approche best in class peut paraître plus « légère » n'excluant pas de secteur à priori, elle présente l'avantage d'impliquer toutes les entreprises dans un objectif d'amélioration de leur scoring ESG. En effet, en abordant le choix de ce point de vue, on encourage les « moins bons élèves » à s'améliorer en intégrant dans l'univers d'investissement les meilleures entreprises de chaque secteur sur base de leur scoring ESG alors qu'une approche d'exclusion laisse ces moins bons élèves de côté quoi qu'il en soit et ne les incite donc pas à améliorer leurs pratiques.

Pour rendre cet exemple concret, nous pouvons imaginer le cas d'une entreprise active dans le secteur nucléaire et ayant des pratiques très peu recommandables vis-à-vis de ses employés. Alors que la mise en place d'une stratégie d'exclusion sectorielle axée sur le nucléaire rendrait impossible tout investissement dans cette structure. Une stratégie best in class ne sélectionnerait quant à elle sans doute pas cette entreprise sur base de ses pratiques sociales discutables mais investirait plutôt dans d'autres entreprises du secteur qui seraient plus performantes d'un point de vue ESG. La première approche permet donc à l'investisseur de s'assurer de ne pas investir dans un secteur controversé mais ne pousse pas l'entreprise en question à mieux respecter ses employés alors que la seconde présentera exactement les caractéristiques inverses.

Dans le même ordre d'idée, nous pourrions évoquer ce type d'exemple en l'illustrant par d'autres approches appliquant des méthodologies encore différentes. Cela permettrait de mettre en évidence la multitude de possibilités existantes, représentatives de différentes philosophies d'investissement qui traduisent chacune des convictions éthiques propres et qui méritent d'être envisagées par une réflexion approfondie.

Dès lors, il nous semble intéressant d'avoir une réflexion plus globale à propos des tenants et aboutissants des différentes approches plutôt que de chercher uniquement à les hiérarchiser car chacune peut être défendable selon l'angle de vue adopté.

Sur base des éléments évoqués, il semble que la question la plus pertinente à se poser au moment d'opter pour une stratégie ISR n'est sans doute pas « Quelle est la meilleure approche d'un point de vue éthique ? » mais plutôt « Quelle est celle qui correspond le mieux à ma vision des choses ? ».

Conclusion

Notre étude avait pour objectif de rechercher à quoi pourrait correspondre le marché ISR dans le secteur bancaire belge à l'horizon 2030 en se concentrant sur les investisseurs particuliers.

Après avoir confronté les points de vue des experts interrogés avec les différents postulats issus de la littérature, nous pouvons mettre en avant certaines tendances et enjeux qui devraient avoir une importance capitale quant à l'évolution de ce marché et finalement énoncer diverses recommandations au secteur bancaire belge sur base de ces éléments.

En ce qui concerne l'importance que le marché ISR bancaire belge devrait prendre dans les prochaines années, il ressort de manière unanime que la montée actuelle de l'ISR n'est pas le fruit d'un effet de mode et que ce marché devrait continuer à croître de manière importante dans les années à venir. S'il est difficile de chiffrer ce propos étant donné les enjeux entourant ce marché, nombreux sont les points de vue convergents vers une généralisation des pratiques ISR à l'horizon 2030. Cette généralisation est toutefois à entendre au sens de l'intégration des critères ESG dans le processus d'investissement, bien que certains l'étendent à d'autres approches. Cette ascension est anticipée sur base de différents facteurs parmi lesquels une offre bancaire toujours plus élargie dans les années à venir, mais aussi une prise de conscience générale de la population liée à la thématique de durabilité ou encore le rôle de diffuseur que pourrait avoir le marché institutionnel dans les pratiques ISR. N'oublions toutefois pas la persistance de différents freins dont un majeur que constitue la notation extra-financière des états.

Pour ce qui est des investisseurs particuliers qui auront un rôle prépondérant à jouer dans cette évolution, la génération Y (millennials) semble présenter un intérêt particulièrement marqué pour la thématique de durabilité. En effet, on peut observer chez cette tranche de la population une volonté de concrétiser cet intérêt, d'une part, à travers leurs futures décisions d'investissements et, d'autre part, en se voulant ambassadeurs de l'ISR auprès de la génération précédente. Par ailleurs les investisseurs plus fortunés (HNWI) sont eux-aussi mis en avant pour leur intérêt envers l'ISR. Dans leur cas, c'est plutôt l'opportunité de diversifier leur portefeuille, d'avoir un impact concret ou encore de se donner « bonne conscience » qui semble les motiver. Finalement, nous observons que les femmes portent un intérêt plus marqué pour l'ISR que les hommes mais nous émettons l'hypothèse que cette tendance devrait s'estomper dans les années

à venir, une fois que la perception tronquée d'une moins bonne performance financière de l'ISR cessera.

En outre, nous pouvons identifier plusieurs enjeux qui devraient conditionner le futur du marché. Ceux-ci sont liés à deux aspects en particulier, à savoir :

La mise en place d'un cadre législatif autour des termes liés à l'ISR : S'il est clair que la création d'un tel cadre par les pouvoirs publics aurait un impact sur le marché, sa désirabilité fait débat. En effet, alors que les partisans de cette démarche avancent des arguments tels que l'optique d'une transparence accrue ou encore d'une généralisation du marché plus aisée, les opposants évoquent principalement la restriction que représente un point de vue unique au niveau des approches envisageables et de l'univers d'investissement. La mise en place d'incitants fiscaux ne fait pas non plus l'unanimité et dépendrait quoi qu'il en soit de l'existence d'un cadre législatif. Les chances de voir apparaître de telles mesures semblent par ailleurs dépendre d'une décision au niveau européen et paraissent, selon l'avis général, très minces dans les années à venir.

La capacité de l'offre à évoluer : Il ressort de cette étude que le marché est principalement dicté par l'offre et que son évolution dépend donc beaucoup de la capacité de cette dernière à proposer des produits qui soient attractifs de par leurs caractéristiques intrinsèques mais aussi à travers la manière dont ils sont présentés.

Au niveau des caractéristiques des produits, nous pouvons mettre en avant une volonté des investisseurs d'avoir accès à des données concrètes concernant l'impact extra-financier de leurs investissements et la possibilité d'avoir un impact local. Cela demande donc la mise au point d'outils permettant cette évaluation par les organismes financiers.

Par ailleurs, il apparaît de manière générale que la thématique ISR n'est pas encore totalement maîtrisée par les commerciaux au sein du secteur bancaire. Cet état de fait constitue un frein à la diffusion de ces pratiques et ne permet pas de « casser » les idées reçues que les investisseurs ont de l'ISR actuellement. Il est de ce fait difficile d'imaginer à quel point l'ascension de l'ISR pourrait être fulgurante chez les particuliers si le secteur bancaire arrivait par exemple à gommer l'image erronée de rendement moindre qui colle à la peau de ce type d'investissement.

Il ressort également de cette étude qu'il est essentiel pour les banques non seulement de faire preuve d'une totale transparence mais aussi de montrer une RSE qui soit en adéquation avec les valeurs véhiculées par les démarches ISR qu'elles proposent. En effet, ces éléments sont pointés du doigt comme étant amenés à être de plus en plus surveillés par les investisseurs à l'avenir.

Sur base de ces éléments, nous pouvons énoncer différentes recommandations managériales au secteur bancaire belge, à savoir :

- **Investir dans la mise en place d'outils permettant d'analyser de manière précise l'impact extra-financier des investissements et de le quantifier.** En effet, il semble que les organismes financiers qui arriveront à proposer de tels produits disposeront d'un réel avantage concurrentiel en termes d'ISR. Cela devrait par ailleurs permettre à ce type d'investissement de gagner en crédibilité aux yeux des investisseurs les plus sceptiques. Donner la possibilité à l'investisseur d'avoir un impact local et toujours quantifiable représente une issue enviable et porteuse.
- **Profiter de l'intérêt manifesté par la génération Y pour l'ISR** en laissant le soin aux commerciaux d'initier le dialogue financier entre cette génération et les précédentes. En effet, cette démarche semble davantage appropriée que le développement de produits se focalisant sur cette tranche de la population. Le fait que la question de l'argent devienne de moins en moins tabou et que de plus en plus d'investisseurs issus de générations précédentes prennent conscience de l'intérêt de placer leur argent de cette manière en vue de leur succession sont autant d'éléments qui vont en ce sens.
- **Investir dans la formation des commerciaux** de manière à ce qu'ils se sentent suffisamment à l'aise avec la thématique ISR à la fois pour proposer spontanément ce type d'investissement mais aussi pour faire mentir les idées reçues ou encore pour amener les investisseurs à avoir une réflexion plus globale sur le sujet.
- **Etre irréprochable sur le plan de la transparence et démontrer une RSE qui soit cohérente avec la démarche ISR proposée.** En effet, un manquement lié à ces aspects pourrait amener l'investisseur à se détourner de sa banque pour en privilégier une autre plus digne de confiance.

A l'issue de ce long travail d'investigation, nous terminerons en expliquant l'évolution de notre ressenti par rapport au sujet de l'étude. Si notre intérêt pour le sujet ISR était réel, nous avons un certain scepticisme quant à la « bonne foi » des banques dans leurs pratiques ISR et quant à l'aspect réellement responsable de diverses approches. Le parcours de la littérature et surtout les différentes rencontres avec les experts ont entraîné une évolution de notre point de vue sur le sujet. En effet, ces discussions nous ont notamment permis d'avoir un point de vue plus nuancé sur certains points dont l'instauration d'une norme législative, qui était envisagée au début de l'étude comme une solution idéale.

Même s'il reste sans doute encore du chemin à parcourir pour de nombreux acteurs du secteur, notamment en termes de RSE, une réflexion positive semble être en marche au sein des différentes institutions bancaires et laisse penser que nous pouvons envisager l'avenir de l'ISR positivement, et donc au bénéfice de la société.

Bibliographie

- Amaeshi, K. (2010). Different markets for different folks: Exploring the challenges of mainstreaming responsible investment practices. *Journal of Business Ethics*, 92, 41-56.
- Barkemeyer, R., Holt, D., Figge, F., & Napolitano, G. (2010). A longitudinal and contextual analysis of media representation of business ethics. *European Business Review*, 22, 377-396.
- Bayot, B., & Cayrol, A. (2017). *Investissement socialement responsable et finance solidaire: constats sur le marché belge*. Belgian Financial Forum.
- Bayot, B., Cayrol, A., Marchand, A., & Verdonck, V. (2016). *L'investissement socialement responsable en Belgique*. Bruxelles: Réseau Financité.
- Berry, T., & Junkus, J. (2013). Socially Responsible Investing: An investor Perspective. *Journal of Business Ethics*, 707-720.
- Blanc, D. (2017, Mai 10). Votre argent aime d'avantage le Private Banking. 106-114. (C. Schoen, Intervieweur)
- Borremans, E. (2014). Sustainability expert, Pictet Asset Management. (KPMG, Intervieweur)
- Bourghelle, Jemel, & Louche. (2009). *The intergration of ESG information into investment processes: Toward an emerging collective belief ?*. Gent: Vlerick Leuven Gent Working Paper Series.
- BSR. (2008). *Environmental, Social and Governance: Moving to mainstream investing ?* Business for Social responsibility.
- Burlacu, R., Girerd-Potin, I., & Dupre, D. (2004, 04). Y'a-t-il un sacrifice à être éthique ? Une étude de performance des fonds socialement responsables américains. *Banque et Marchés*, 69, pp. 20-29.
- Coeckelbergh, D., de Ruijter, S., Lavergne, S., & Peeters, H. (2016). *Etisch beleggen is voor iedereen*. Leuven: Lanoo Campus.
- Dalaidenne, F. (2017, 05 10). Votre argent aime d'avantage le Private Banking. (C. Schoen, Intervieweur)

- de Jouvenel, H. (2004). *La démarche prospective: un bref guide méthodologique*. Paris: Le Plan.
- De Loose, K. (2017, Mars). Faiblesse des taux d'intérêts: un bien ou un mal ? (Febelfin, Intervieweur)
- Dumas, & Louche. (2016). *Collective beliefs for responsible investment*. SAGE Publications.
- Elkington, J., & Beloe, S. (2000). *A Responsible Investment ? An Overview of the Socially Responsible Investment for the Institute of Chartered Accountants in England and Wales*. London: Centre for Business Performance and Sustainability.
- Enhanced Analytics Initiative. (2007). *A retrospective and results of the December 2006 evaluation of extra-financial research*.
- Eurosif. (2013). *Eurosif Shareholder Stewardship: European ESG Engagement Practices 2013*. Eurosif.
- Eurosif. (2016). *European SRI Study*. Bruxelles: Eurosif.
- EY. (2016). *Sustainable Performance & Transformation*. EY.
- Financité. (2014). *Social Impact Bonds: véritablement de la finance sociale ?* Bruxelles: Fédération Wallonie-Bruxelles.
- Financité. (2014). *Un produit financier structuré peut-il être socialement responsable ?* Bruxelles: Fédération Wallonie-Bruxelles.
- Financité. (2015). *Les fonds de pension contre le changement climatique*. Bruxelles: Fédération Wallonie-Bruxelles.
- Financité. (2016). *Comment mesurer l'impact sociétal des entités de l'économie sociale ? Cas des organisations ayant des produits labellisés Financité & FairFin*. Bruxelles: Fédération Wallonie-Bruxelles.
- Financité. (2016). *Le reporting RSE améliore-t-il le comportement des entreprises ?* Bruxelles: Fédération Wallonie-Bruxelles.
- Financité. (2016). *Ma banque 0% carbone: jusqu'où les banques belges sont prêtes à aller ?* Bruxelles: Fédération Wallonie-Bruxelles.
- Financité. (2016). *Si éthique tu t'étiquettes, ton portefeuille tu ouvriras. Quand les banques détailleront-elles leur portefeuille crédit ?* Bruxelles: Fédération Wallonie-Bruxelles.

- Financité. (2017). *L'investissement socialement responsable en Belgique*. Bruxelles: Fédération Wallonie-Bruxelles.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). *ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies* (Vol. 5). Journal of Sustainable Finance and Investment.
- Gillet, R. (2007, 05 10). Votre argent aime d'avantage le Private Banking. (C. Schoen, Intervieweur)
- Godet, M. (2007). *Manuel de Prospective stratégique- Tome 2: l'art et la méthode*. Paris: DUNOD.
- Greening, D. W., & Turban, D. (2000). Corporate social performance as a competitive advantage in attracting a quality workforce. *Business and Society*, 39, pp. 254-280.
- Guay, T., Doh, J., & Sinclair, G. (2004). Non Governmental Organizations, Shareholder Activism, and Socially Responsible Investment: Ethical, Strategic, and Governance Implications. *Journal of Business Ethics*, 125-139.
- Guyatt , D. (2006). *Identifying and Overcoming Behavioral Impediments to Long Term Responsible Investment: A Focus on UK institutionnal investors*. University of Bath.
- Guyatt, D. (2005). *Investment Beliefs Relating to Corporate Governance and Corporate Responsibility*. Londres: Marathon Club.
- Harvard Business School. (2013). *The Impact of Corporate Sustainability on Organisational Processes and Performances*. Harvard Business School.
- Hobbs. (2008). *UN PRI enlists 400 firms*. Financial Standard.
- Hobeika. (2009). *Finance islamique et ISR: convergence possible ?* Novethic.
- Janssens, G. (2016, Novembre 11). Tous les fonds seront durables. (C. De Rijcke, & S. Verschueren, Intervieweurs)
- Juravle, C., & Lewis, A. (2008, Juillet). Identifying impediments to SRI in Europe: a review of the practioner and academic literature. *Business Ethics: A European Review*, pp. 285-310.
- Kinder, Lydenberg, & Domini. (1994). *Investing for good, Making Money While Being Socially Responsible*. New-York: Happer Business.

- KPMG. (2015). *European Responsible Investing Fund Survey* . Alfi.
- Kreander, Molyneaux, & McPhail. (2003). *An immanent critique of UK church ethical investment*. Glasgow: University of Glasgow.
- Le Maux, J., & Le Saout, E. (2004). La performance des indices socialement responsables: mirage ou réalité ? *Revue sciences de gestion*, 44, pp. 51-79.
- Lessard-Hébert, M., Goyette, G., & Boutin, G. (1997). *La recherche qualitative: fondement et pratiques*. Montréal: De Boeck.
- Louche, & Lydenberg. (2011). *Dilemmas in Responsible Investment*. Greenleaf Publishing.
- Louche, C., & Lydenberg, S. (2006). *Socially Responsible Investment: Differences Between Europe and United States*. Vlerick Leuven Gent.
- Lydenberg, S. (2009). Mainstream or Daydream ? The future for responsible investing. *The Journal of Corporate Citizenship*, 33, 47-67.
- Margolis, J., Elfenbein, H., & Walsh, J. (2009). *Does it pay to be goog ? And does it matter ? A Meta-Analysis of the relationship between Corporate Social and Financial Performances*. New York: SSRN Scholarly Paper.
- Mc Kinsey. (2009). *Valuing corporate social responsibility*. Mc Kinsey Global Survey Results.
- Mercer. (2009). *Shedding light on responsible investment: approaches, return and impacts*. MMC.
- Micilotta, F. (2017). Il n'y a aucune raison de s'alarmer mais il faut rester pragmatique. (BNK, Intervieweur)
- Morgan Stanley . (2015). *Sustainable Signals: The individual investor's perspective*. Institute for sustainable investing.
- Nielsen. (2014). *Global Survey on Corporate Social Responsibility*. Nielsen.
- Novethic. (2010). *ISR: Comment sélectionner et noter les Etats ?* Novethic.
- Novethic. (2014). *L'essentiel sur les fonds monétaires ISR*. Novethic.
- Novethic. (2014). *Panorama des agences de notation extra-financières*. Novethic.
- Novethic. (2014). *Reconcilier ISR et gestion indicielle*. Novethic.

- Orlitzky, M., Schmidt, F., & Rynes, S. (2003). Corporate social and financial performance: A meta analysis. *Organization studies*, 24, pp. 403-441.
- Porter, M., & Kramer, M. (2006). *Strategy & Society- The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility*. Harvard Business Review.
- Pourtois, J.-P., & Desmet, H. (1988). *Epistémologie et instrumentation en sciences humaines*. Bruxelles: Pierre Mardaga.
- Powney, J., & Watts, M. (1987). *Interviewing in educational research*. London: Routledge.
- Reynolds, F. (2017, Avril). ESG: From niche to norm ? (S. Rust, Intervieweur)
- Riedl, A., & Smeets, P. (2015). *Why do investors hold socially responsible mutual funds ?*
- Robeco. (2008). *Responsible Investing: a Paradigm Shift. From Niche to Mainstream*. booz&co.
- RobecoSam. (2017). *The Sustainability yearbook*. RobecoSam.
- Sandberg, J. (2011). *Socially responsible investment and fiduciary duty: Putting the freschfields report into perspective* (Vol. 101). Journal of Business Ethics.
- Sandberg, J., Juravle, C., Hedesström, T., & Hamilton, I. (2009). The heterogeneity of socially responsible investment. *Journal of Business Ethics*, 87, 519-533.
- Scherer, A., & Palazzo, G. (2008). *Corporate citizenship in a globalized world: introduction to the handbook of research on global corporate citizenship*. Elgar Publishing.
- Sethi, S. (2005). Investing in socially responsible companies is a must for public pension funds- Because there is no better alternative. *Journal of Business Ethics*, 56, 99-129.
- Sethi, S. (2005). *Investing in socially responsible companies is a must for public pension funds- Because there is no better alternative* " (Vol. 56). Journal of Business Ethics .
- Sparkes. (1995). *The ethical investor*. London: Harper Collins.
- Sparkes, R. (2002). *Socially Responsible Investment - a Global Revolution*. Chichester: John Wiley & Sons Ltd.
- Uriagli, Y. (2017, 05 10). Votre argent aime d'avantage le Private Banking. (C. Schoen, Intervieweur)

Van Liedekerke, L. (2016, 10 20). Le développement durable ne peut se limiter à des mesures cosmétiques. (BNK, Intervieweur)

Van Zijl, W. (2010). *What is the Effect of the New Corporate Social Responsibility Policy on the Belgian Market ?*

Vandekerckhove, P. (2016, 10 20). Le développement durable ne peut se limiter à des mesures cosmétiques. (BNK, Intervieweur)

Viviers, S., & Eccles, N. (2012). *35 years of socially responsible investing research-General trends over time*. South African Journal of Business Management.

Wang, M., Qiu, C., & Kong, D. (2011). Corporate social responsibility, investor behaviors, and stock market returns. *Journal of Business Ethics*, 101, 127-141.

Webographie

BNK. (2015, 10 14). *Ce qui est durable n'est pas forcément plus cher*. Récupéré sur bnq.lecho.be: <https://bnq.lecho.be/investissement-durable/ce-qui-est-durable-nest-pas-forcement-cher/>

BNK. (2015, 10 14). *L'investisseur d'impact, une révolution culturelle qui commence*. Récupéré sur bnq.lecho.be: <https://bnq.lecho.be/investissement-durable/l'investissement-dimpact-une-revolution-culturelle-qui-commence/>

BNK. (2016, 10 20). *Investissements durables: quand la rentabilité améliore la société*. Récupéré sur bnq.lecho.be: <https://bnq.lecho.be/investissement-durable/investissements-durables-quand-la-rentabilite-ameliore-la-societe/>

BNK. (2016, 10 20). *Le développement durable ne se résume pas à l'énergie renouvelable*. Récupéré sur bnq.lecho.be: <https://bnq.lecho.be/investissement-durable/le-developpement-durable-ne-se-resume-a-lenergie-renouvelable/>

De Rijcke, C., & Verschueren, S. (2016, Novembre 16). *Tous les fonds seront durables*. Récupéré sur L'Echo: <http://www.lecho.be/les-marches/fonds/Tous-les-fonds-seront-durables/9831464>

Destatte, P. (2013, 04 10). *Qu'est-ce que la prospective ?* Récupéré sur PHD 2050: <https://phd2050.wordpress.com/2013/04/10/prospective>

GRI. (2017, 06 21). *GRI's History*. Récupéré sur [globalreporting.org](https://www.globalreporting.org/Pages/default.aspx): <https://www.globalreporting.org/Pages/default.aspx>

International Organisation for Standardisation. (2010). *Lignes directrices relatives à la responsabilité sociétale*. Récupéré sur iso.org: <https://www.iso.org/obp/ui/fr/#iso:std:iso:26000:ed-1:v1:fr>

Louche, C. (2015, 10 14). *Ne laissons pas l'ISR se diluer dans les critères financiers*. Récupéré sur bnq.lecho.be: <https://bnq.lecho.be/investissement-durable/ne-laissons-pas-lisr-se-diluer-dans-les-criteres-financiers/>

Petitjean, M. (2015, 10 14). *Les sept familles de l'ISR*. Récupéré sur bnq.lecho.be: <https://bnq.lecho.be/investissement-durable/les-sept-familles-de-lisr/>

Principles for Responsible Investment. (2017, Avril 12). *About the PRI*. Récupéré sur UNPRI: <https://www.unpri.org/about>

TNS. (2014, 05 20). *Les investisseurs belges sont ouverts aux placements éthiques*. Récupéré sur ING.be: <https://about.ing.be/A-propos-dING/Press-room/Press-article/Les-investisseurs-belges-sont-ouverts-aux-placements-ethiques....htm>

UN Global Compact. (2017, 05). *Who we are*. Récupéré sur unglobalcompact.org: <https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc>

Entretiens de vive voix avec :

- Joëlle Closon, Sustainable Investment Specialist chez BNP Paribas Fortis, le 13 avril 2017
- Olivier Gillet et Staf Lavergne, respectivement Private Wealth Officer et Directeur des relations institutionnelles chez Van Lanschot, le 18 avril 2017
- Eric Florin, Conseiller Personal & Private Banking chez Triodos, le 21 avril 2017
- Ophélie Mortier, Responsible Investment Strategist chez Degroof-Petercam, le 24 avril 2017
- Etienne de Callataÿ, Economic advisor et Chairman of the board chez Orcadia Asset Management, le 1 mai 2017
- Bernard Bayot, Directeur du réseau Financité, le 4 mai 2017
- Dirk Coeckelbergh, CEO de New B, le 9 mai 2017

Annexes

Annexe 1 : Détail des différentes approches de l'ISR

- ***L'exclusion*** : Cette stratégie consiste à éliminer des entreprises ou des secteurs de l'univers d'investissement. La motivation sous-jacente est d'éviter le profit émanant d'activités n'étant pas éthiques et de minimiser le risque de réputation du portefeuille (Louche & Lydenberg, 2011). Pour être considéré ISR selon Eurosif, cette pratique doit dépasser les aspects législatifs. Ce processus d'exclusion tient typiquement compte du pourcentage de revenus généré par l'activité ou l'entreprise exclue. On retrouve ainsi parmi les industries les plus souvent mises sur la touche en Europe ; l'armement, le tabac, le nucléaire, la pornographie, les jeux de hasard et l'alcool. Les mouvements de « désinvestissement » visant à éliminer des entreprises ou secteurs non-éthiques et à attirer l'attention sur certaines problématiques sont assimilables à cette approche (Coeckelbergh, de Ruijter, Lavergne, & Peeters, 2016).

- ***La thématique*** : Les investissements proposés regroupent des entreprises traitant d'un même thème étroitement lié au développement durable. Cette possibilité convient aux investisseurs ayant la volonté de cibler un aspect ou une problématique en particulier. Parmi les thèmes les plus utilisés on retrouve les énergies renouvelables, l'eau, la gestion des déchets ou encore la mobilité durable. Cette approche a pour principal avantage sa clarté. Toutefois, le manque de diversification inhérent à ce type de produits présente un inconvénient non négligeable.

- ***Le screening sur base de normes*** : Cette approche permet aux investisseurs d'évaluer à quel point les entreprises respectent certaines normes axées sur les critères ESG. Le gestionnaire contrôle les entreprises sur base de normes préétablies pour déterminer si elles méritent de rester en portefeuille. On peut citer parmi les normes les plus répandues les directives de l'OCDE pour les multinationales ou encore les UN Global Compact et les PRI.

- ***L'intégration ESG*** : Elle consiste en l'inclusion explicite par les gestionnaires d'actifs de facteurs ESG au sein de l'analyse financière. Ces facteurs seront donc pris en considération comme source de risque lors de l'analyse financière en vue de la prise de décision d'investissement pour l'entreprise concernée. Le focus est fait sur les aspects ESG pouvant impacter la performance financière de l'entreprise et donc celle des produits financiers qui y sont liés. Pour cette raison, certains considèrent l'intégration ESG comme ne faisant pas partie de l'ISR car les considérations morales, éthiques ne rentrent pas en ligne de compte (Bourghelle, Jemel, & Louche, 2009).
- ***L'engagement actionnarial et l'exercice du droit vote*** : Cette stratégie consiste en une implication de l'actionnaire en vue d'une meilleure prise en compte des critères ESG par l'entreprise. Elle est étroitement liée à la notion d'obligation fiduciaire et est donc fortement pratiquée par des actionnaires n'investissant pas pour leur propre compte mais bien en tant qu'intermédiaire et étant ainsi responsables des investissements des bénéficiaires. Dans ce cas, l'objectif n'est pas d'exclure « les mauvais élèves » mais bien d'accompagner les entreprises vers une meilleure prise en compte des critères de durabilité.
- ***Le « best-in-class »*** : Cette approche consiste à redéfinir l'univers d'investissement en fonction des entreprises ayant les meilleurs scores ESG dans chaque secteur. Par exemple, pour un best-in-class à 50%, l'univers d'investissement sera composé de la meilleure moitié (d'un point de vue ESG) des entreprises de chaque secteur. A partir de là, le gestionnaire construit un portefeuille en sélectionnant parmi les entreprises restantes, mais sans se soucier de leur place respective lors du premier tri.

L'avantage principal de cette approche est qu'elle permet de garder de belles possibilités de diversification car elle n'exclut pas de secteur à priori. Il existe des dérivés de cette stratégie tels que le « Best in Universe » récompensant les meilleurs scores ESG tous secteurs confondus (la diversification peut alors être compromise) et le « Best effort » récompensant les entreprises ayant réalisé le plus d'efforts pour améliorer leur impact extra-financier.

- ***L'investissement d'impact*** : L'investissement d'impact a pour philosophie d'avoir un impact positif et mesurable sur la société. Il consiste donc en l'investissement dans des sociétés qui génèrent un impact social ou environnemental et peuvent le prouver. L'impact investing est considéré à mi-chemin entre l'ISR et la philanthropie et concerne actuellement majoritairement des institutionnels ou des « HNWI » étant donné les montants conséquents généralement nécessaires ainsi que le manque de liquidité inhérents à ce type d'investissements (KPMG, 2015).

En effet, l'objectif est d'aller plus loin que l'ISR classique au niveau de l'implication en investissant dans des produits le plus souvent non cotés sur les marchés boursiers (BNK, 2015).

Certains présentent toutefois l'investissement d'impact comme envisageable sous deux aspects distincts, à savoir « finance first » ou « impact first » en fonction des priorités de l'investisseur axées soit sur des objectifs de rendement (finance first) soit plutôt philanthropes (impact first) (Coeckelbergh, de Ruijter, Laverne, & Peeters, 2016) (BNK, 2015). C'est pourquoi cette approche n'est pas toujours considérée comme faisant partie intégrante de l'ISR. En effet, lorsque l'opportunité financière est présentée comme secondaire par rapport à l'impact extra-financier généré, l'investissement d'impact rejoint plutôt la notion de finance solidaire.

Annexe 2 : Le contexte ISR Européen

L'Europe est devenue ces dernières années le continent présentant le plus d'AUM ISR devant les USA. Le vieux continent tient actuellement clairement le lead avec des parts de marché atteignant 63,7% et en constante augmentation devant l'Amérique du nord qui affiche 35,2%. Viennent ensuite l'Australie et Nouvelle-Zélande puis l'Asie avec des pourcentages minimes (Coeckelbergh, de Ruijter, Lavergne, & Peeters, 2016).

Eurosif considère en effet qu'on assiste à une augmentation forte et continue de l'intérêt pour l'ISR en Europe. Les investisseurs institutionnels dominent clairement le marché européen bien que le segment retail soit en augmentation, principalement grâce au lancement de nouveaux produits et au fait que la tendance soit à la concentration sur les clients privés, les « HNWI » en particulier. On constate ainsi une évolution des parts de marché institutionnelles par rapport aux parts de marché retail passant de 96,6/3,4 en 2013 à 77,93/22,07 en 2015.

Concernant l'utilisation des différentes approches au niveau européen, on remarque assez nettement que c'est l'exclusion qui reste la plus utilisée. Cela s'explique principalement par le fait qu'en l'absence de consensus concernant la définition de l'ISR, cette dernière est la plus objective et donc souvent la plus parlante parmi les approches existantes (Berry & Junkus, 2013).

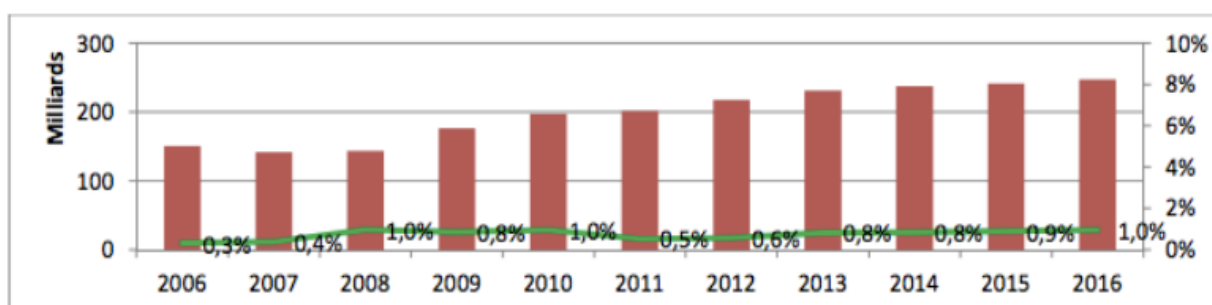
Pour ce qui est de la plus forte progression, c'est l'impact investing qui l'enregistre ces dernières années. Si toutes les approches sont en augmentation, il est important de noter qu'au-delà de la hausse des AUM ISR, les combinaisons d'approches de plus en plus sophistiquées (et donc le cumul de celles-ci) contribuent à la montée de toutes les approches concernées (Eurosif, 2016).

Annexe 3 : L'épargne ISR en Belgique

Les comptes épargne ISR prennent une place légèrement plus importante sur le marché avec une part de marché de 1% % en 2016 correspondant à un encours de 2,36 milliards d'euros (+10% par rapport à 2014). Il n'existe que trois acteurs présents sur ce marché, ci-après classés selon leur part de marché : en première position la banque Triodos (69%), ensuite Evi (19%) et enfin VDK Spaarbank (12%).

On remarque sur la figure 2 que l'encours des comptes d'épargne ISR progresse généralement depuis 2005 (hormis en 2009 et 2011) plus rapidement que celui du marché même si les parts de marché restent très modestes. Les rendements proposés sont pourtant semblables ou supérieurs à ceux offerts par les acteurs majeurs pour des comptes d'épargne classiques (Coeckelbergh, de Ruijter, Lavergne, & Peeters, 2016).

Figure 2 : Parts de marché des comptes d'épargne ISR en Belgique (2006-2016) (Réseau Financité, 2017)



Annexe 4 : la qualité extra financière de l'ISR bancaire belge

Au niveau de la qualité des fonds ISR disponibles en Belgique, le réseau Financité dresse un bilan annuel selon une méthodologie propre aboutissant sur une cotation en pourcentage.

Le réseau en arrive à la conclusion que pour 2015, la cotation moyenne des fonds se déclarant ISR est de 2,3/100 et que 89% des fonds se disant socialement responsables méritent une cote nulle. Cette cote étant attribuée pour trois raisons principales, à savoir :

- Le fonds investit dans une ou plusieurs entreprises présentes sur la liste noire Financité déterminée sur base d'une compilation de listes publiées par des organismes estimés fiables par le réseau (70%)
- Le fonds concerné est un produit structuré pour lequel la composante stable ne comprend pas d'approche ISR (11%)
- Les informations sont lacunaires et ne permettent pas de donner une cotation (8%)

En établissant la cotation moyenne multipliée par les encours, on retrouve 84% du marché avec une cotation nulle et donc seulement 14% d'AUM réellement ISR au sens de Financité (Financité, 2017).

En 2015, un seul fonds dépassait la barre des 60%, il s'agit du fonds Triodos « Sustainable Pioneer Fund » qui obtenait la note de 66%.

Pour ce qui est des comptes d'épargne ISR, les cotations octroyées par le réseau sont largement supérieures avec une note moyenne de 54%.

Il est toutefois important de préciser que ces cotations représentent un point de vue basé sur une méthodologie propre et donc aboutissant à des résultats discutables.

Annexe 5 : Les associations majeures ayant un impact sur l'ISR

Avec la montée de l'ISR, plusieurs associations facilitant la création de réseaux, d'échanges et la promotion de l'ISR ont émergé et évolué. Ces initiatives rassemblent diverses parties prenantes telles que des institutionnels, chercheurs, académiciens ou encore professionnels.

La plus connue au niveau mondial est la Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) dont la branche européenne est European Sustainable Investment Alliance (Eurosif) qui a pour mission d'approfondir à la fois l'impact et la visibilité globale de l'ISR ainsi que des organisations qui y sont liées. Eurosif a, entre autres, mis en place un code de transparence avec deux objectifs principaux, à savoir la clarification des approches pour les fonds accessibles au public et la mise en place de bonnes pratiques en termes de transparence à travers une autorégulation (Eurosif, 2016).

Parmi les collaborations de professionnels visant à la généralisation de l'intégration ESG dans l'analyse financière on retrouve l'« Enhanced Analytics Initiative » (EIA) et les « Principles for Responsible Investment » (PRI). La première, lancée fin 2003 est une « collaboration internationale entre propriétaires et gestionnaires d'actifs ayant pour but d'encourager une meilleure recherche dans le cadre d'investissements, en particulier concernant l'impact extra-financier sur les investissements à long terme » (Enhanced Analytics Initiative, 2007). Les membres de l'EIA décident alors d'attribuer au minimum 5% de leurs commissions de courtage aux courtiers fournissant la meilleure analyse des matières extra-financières. Sous cette impulsion, le nombre de rapports extra-financiers augmente drastiquement de 16 à 173 entre 2003 et 2006 (Bourghelle, Jemel, & Louche, 2009).

Les PRI sont, quant à eux, lancés en 2006 par Kofi Annan en collaboration avec 20 investisseurs institutionnels majeurs. Ils consistent en une initiative composée de 6 principes de base non prescriptifs qui ont pour objectif d'intégrer l'analyse ESG dans les prises de décisions en termes d'investissements. Fin 2008, l'EIA et les PRI annoncent leur fusion sous le nom des PRI. L'alliance a pour but d'encourager la généralisation des recherches ESG et la prise en compte de ces critères dans les pratiques d'investissement. Elle intègre aussi une dimension encourageant la standardisation.

Aujourd'hui, elle se définit comme une organisation indépendante qui « encourage les investisseurs à utiliser l'ISR pour améliorer leurs retours sur investissement et mieux gérer leurs risques, mais n'opère pas pour son propre profit ; elle travaille en collaboration avec les législateurs mais n'est rattachée à aucun gouvernement ; elle est supportée par, mais ne fait pas partie des nations unies ». Le mouvement concerne maintenant 1708 signataires contre 400 en 2009 et représente 62 milliards d'actifs sous gestion contre 15 en 2009 (Principles for Responsible Investment, 2017) (Hobbs, 2008). Ce sont des organismes européens qui constituent la plupart des signataires actuellement, c'est aussi le continent où le nombre de signataires augmente le plus radicalement (KPMG, 2015).

UN Global Compact ou pacte global réfère à une initiative des nations unies lancée en 2000 ayant pour objectif de sensibiliser les entreprises à l'importance d'une approche responsable basée sur des principes de base à respecter, liés aux droits de l'homme, du travail, à l'environnement et à la lutte contre la corruption (UN Global Compact, 2017). L'initiative qui compte aujourd'hui plus de 12000 signataires a développé 17 objectifs de développement durable pour que les entreprises agissent sur les défis sociétaux actuels.

GRI est une initiative internationale créée en 1997 à Boston (USA) qui vise à étendre et uniformiser les pratiques de reporting ISR. En octobre 2016, l'organisation lance dans cet objectif les « GRI Standards » qui représentent une référence majeure pour les législateurs et régulateurs (GRI, 2017).

Plus récemment, on assiste à l'émergence des « Natural and Social Protocoles » visant à ce que les entreprises améliorent la compréhension et la valorisation de leur impact à travers des outils et ressources pour calculer cet impact (RobecoSam, 2017).

Annexe 6 : Les aspects législatifs et réglementaires sur le plan européen

Bien qu'il n'existe actuellement pas de directive définissant clairement le cadre ISR ainsi que l'utilisation des termes qui y sont liés, plusieurs initiatives et directives liées à la thématique ISR ont vu le jour ces dernières années. On retrouve parmi les plus importantes :

- Le standard Européen d'ARISTA 3.0 portant sur la qualité et la transparence des méthodologies et travaux réalisés par les agences de notation extra-financières. Il a été créé en Juin 2012 par l'Association for Independent Corporate Sustainability and Responsibility Research (AI CSSR) à la demande de la Commission Européenne. Son objectif étant l'amélioration de la confiance des marchés dans les rapports d'analyse ESG fournis par les agences spécialisées à travers une définition de la profession et des méthodes d'intégration ESG selon des standards d'expertise clairs. On retrouve la plupart des agences de notation extra-financières les plus reconnues parmi les signataires (Novethic, 2014) (Bourghelle, Jemel, & Louche, 2009).
- La directive sur le reporting extra-financier adoptée par le parlement européen le 15 avril 2015 obligeant les entreprises cotées de plus de 500 salariés à intégrer des informations ESG dans leurs rapports financiers (Bayot B. , Cayrol, Marchand, & Verdonck, 2016).
- Le plan d'action « European company law and corporate governance » visant à créer un cadre légal pour des entreprises plus durables et des actionnaires plus engagés. Dans le cadre de celui-ci la Commission Européenne a revu en 2016 la « Shareholders'right directive » pour encourager l'engagement actionnarial et améliorer la transparence pour les investisseurs (Eurosif, 2016).

En outre, il semblerait que l'Union Européenne s'intéresserait sérieusement au sujet ISR et ait nommé au début de l'année 2017 un comité d'experts en vue d'apporter des recommandations visant à développer celui-ci. L'ébauche d'une définition commune aux états membres serait une des tâches de ce groupe de travail (Blanc, 2017).

Enfin, certains pays européens ont récemment commencé à légiférer en la matière. On peut notamment citer l'Italie, où le sénat a approuvé une nouvelle loi fin 2016 définissant la notion de banque éthique et durable liée à la notion de RSE²³. La France a, quant à elle, créé un label ISR public en 2016 ayant pour objectif la garantie de la qualité extra-financière des produits ISR et de rendre ainsi sa diffusion plus aisée auprès du grand public (Financité, 2016).

²³ Pour obtenir ce statut, certaines règles fondamentales sont à respecter en vue d'avoir accès à un traitement fiscal favorable. On retrouve parmi les obligations le fait d'avoir une large base d'actionnaires, de réinjecter ses bénéfices dans son activité ou encore d'adopter une politique de rémunération correcte (Financité, 2016)

Annexe 7 : Le débat quant à l'aspect ISR de certains produits

Novethic met en avant à travers deux études distinctes les problèmes que représentent la notation extra-financière des états (2014) ainsi que la dénomination ISR pour les fonds monétaires (2010).

Concernant les produits de taux émis par les états, Novethic estime que la pratique de l'ISR dans ce créneau peut poser question. En effet, il semble qu'il existe une très forte corrélation entre notation extra-financière de états et rating de crédit. Selon l'organisme, c'est donc l'aspect financier qui prendrait le pas et favoriserait fortement les états présentant un risque de crédit plus faible. Ce faisant, on assisterait donc à des notations peu en phase avec la réalité socio-économique des états.

De plus, Novethic met en avant le fait que juger les états en allant au-delà de leur capacité à faire face à leurs engagements pose question car le reste relève logiquement du pouvoir des électeurs. Aussi, la question de l'exclusion d'un état peut donc poser un problème politique et une démarche d'engagement semble là encore plus discutable. Notons toutefois que la plupart des agences de notation proposent une notation des états sur base de critères opposables tels que les émissions de CO2 ou encore les indices de corruption pour éviter ce débat.

Pour ce qui est des fonds monétaires ISR, Novethic écrit qu'ils présentent une limite souvent citée qui est la contradiction entre horizon d'investissement à court terme dans les titres monétaires et perspective à long terme des enjeux ESG. Toutefois, celle-ci n'est selon l'organisation pas totalement justifié car les émissions sont quasiment toujours reconduites de manière récurrente. La principale difficulté pour ce type de fonds est, selon l'organisme, l'évaluation ESG des émetteurs. En effet, ceux-ci sont souvent des filiales de groupes industriels ou encore des organismes publics pour lesquels la cotation peut être tronquée car elle est souvent assimilée à celle du groupe dans le premier cas et à celle de l'état dans le second.

En outre, il existe une barrière supplémentaire, à savoir l'impossibilité de comparer la performance de ces fonds à un benchmark étant donné que c'est l'EONIA²⁴ qui est le plus souvent utilisé comme benchmark alors qu'il n'a, par nature, pas d'entreprises sous-jacentes.

²⁴ Taux de référence quotidien des dépôts interbancaires

Enfin, le cas des produits structurés utilisant l'appellation ISR pose question. C'est en tout cas l'avis du réseau Financité qui estime que par nature, ce type de produit relativement complexe et impliquant diverses composantes souvent peu claires pour l'investisseur ne peut être associé à la notion de socialement responsable. Les quatre raisons principales avancées par l'organisme étant le manque de transparence dû à la difficulté de comprendre le produit, le fait que le produit structuré soit régulièrement associé à un panier d'action restant fixe dans le temps, la présence d'un compartiment obligataire associé par nature à l'entièreté de l'activité de l'émetteur étant donné l'aspect fongible de l'argent, et le fait qu'un indice ISR soit promu alors qu'on n'y investit pas directement (Financité, 2014).

Annexe 8 : Les produits ISR encore presque exclusivement réservés au marché institutionnel

Parmi les différents produits ISR disponibles, il en existe certains qui sont actuellement quasiment exclusivement réservé aux investisseurs institutionnels mais dont l'offre pourrait à l'avenir atteindre le marché retail comme les Green Bonds et les Sustainability Bonds.

Les Green Bonds sont, tout comme les SIB, des produits obligataires ISR. Ils sont définis par l'ICMA (International Capital Market Association) comme « tout type d'instrument obligataire pour lequel les sommes récoltées seront exclusivement utilisées en vue de financer ou refinancer partiellement ou totalement des projets verts²⁵ éligibles nouveaux ou existants et qui sont en ligne avec les 4 composants essentiels des GBP (Green Bonds Principles) »²⁶. L'organisme Eurosif (2016) déclare quant à lui qu'il existe actuellement 2 initiatives complémentaires traitant des green bonds, à savoir : GBP et Climate Bonds Initiative (CBI). Ces initiatives mises sur pied par des groupes d'institutions financières ont pour objectif de mettre en place des standards portant sur ce type de produits pour lesquels une définition claire et reconnue manque à l'heure actuelle (KPMG, 2015).

Toujours selon Eurosif (2016), le glissement actuel des actifs ISR des actions vers plus de produits à revenus fixes est principalement stimulé par l'attrait grandissant pour les green bonds. Toutefois, malgré une importante augmentation, ces produits représentent à peine 1% du marché obligataire à l'heure actuelle. Comme ces produits sont actuellement très prisés par les investisseurs institutionnels, il existe actuellement moins d'émissions que de demande et l'offre n'atteint donc pas les investisseurs particuliers (Bayot B. , 2017). C'est une des raisons pour lesquelles Eurosif met en avant la nécessité pour les émetteurs d'être très clairs par rapport aux projets concernés afin d'éviter tout green washing.

Enfin, un autre type de produit étroitement lié aux Green Bonds mérite aussi d'être présenté dans cette section : les Sustainability Bonds. Ceux-ci représentent une catégorie distincte qui fait le lien entre les SIB et les Green Bonds (Eurosif, 2016). Les Sustainability Bonds sont dits « hybrides » car ils collectent du capital soit pour des projets sociaux, soit environnementaux, soit les deux.

²⁵ Par projet vert, on entend tout projet ayant un impact positif sur l'environnement.

²⁶ Les 4 composants des GBP portent sur : l'utilisation des ressources, le processus d'évaluation et de sélection du projet, la gestion des ressources et le reporting

Annexe 9 : Création du guide d'entretien sur base des propositions formulées

L'objectif de cette annexe est d'expliquer le lien entre les propositions formulées et la création du guide d'entretien utilisé pour les interviews d'experts.

Cet appendice comprend tout d'abord le guide d'entretien utilisé (notons que celui-ci est le fruit d'une évolution, celle-ci est détaillée dans l'annexe suivante) et reprend ensuite les différentes propositions formulées en établissant pour chacune les liens avec les questions concernées.

Guide d'entretien

1. Quelle est votre vision concernant l'offre ISR actuelle en Belgique ?

- 1.1. Comment évalueriez-vous la qualité de celle-ci ? Est-ce qu'elle répond aux attentes des investisseurs selon vous ?
- 1.2. Qui est l'investisseur retail intéressé par l'ISR aujourd'hui ?
- 1.3. Où se situe selon vous la limite entre ISR et « Green-washing » ?
- 1.4. Est-ce-que les différentes approches existantes peuvent toutes être assimilées au terme socialement responsable ? Si non, lesquelles et pourquoi ?
- 1.5. L'ISR peut-il être considéré comme un effet de mode ?
- 1.6. Peut-on dire que l'ISR est passé d'une préoccupation éthique à une méthode pragmatique de gestion des risques ?
- 1.7. Peut-on dire que L'ISR est devenu un courant dominant ? Si non, de quoi a-t-il besoin pour le devenir ?

2. Qu'est-ce qui pousse les investisseurs particuliers à se tourner vers les ISR ?

- 2.1. Plutôt la performance financière de ce type d'investissement ou bien les enjeux sous-jacents (aspects éthiques, durables) ?
- 2.2. Par qui est « drivé » le marché ISR ? Certains auteurs considèrent le marché comme « drivé » par les fonds de pensions et institutionnels, d'autres par les analystes financiers et managers de fonds et d'autres encore par les investisseurs à petite échelle les ONG, les médias...
- 2.3. Les investisseurs cherchent-ils à en savoir plus sur les approches utilisées et leur impact réel ou se contentent-ils de l'appellation ISR ?

2.4. Quelles sont les croyances collectives par rapport aux produits dits « ISR » ?

2.5. Qu'est ce qui fait que certains investisseurs soient opposés au concept ISR ?

3. Comment envisagez-vous l'évolution des investissements socialement responsables en Belgique d'ici 2030 ?

3.1. Quelles seront les clés de leur expansion ? Quelles sont les freins potentiels ?

3.2. Va-t-on vers plus d'homogénéité ou d'hétérogénéité ? Quelles approches seront privilégiées et quelles approches pourraient être abandonnées ?

3.3. Qui est l'investisseur ISR de demain et sur base de quoi prendra-t-il sa décision ?

3.4. Selon plusieurs experts, on ne devrait même plus parler d'ISR dans 10 à 20 ans car il représentera la norme. L'impact réel de chaque investissement serait mesurable et pris en compte aux côtés du couple risque /rendement. Partagez-vous cette vision ?

3.5. Les investissements directs (coopératives à finalité sociale) voire le crowdfunding risquent-ils de concurrencer les banques en matière d'ISR ? Est-ce vers ce genre d'approche très concrète pour l'investisseur que l'on se dirige ?

3.6. Quelles classes d'actifs seront les plus concernées par l'ISR ?

3.7. Existe-t-il un risque que les investisseurs se détournent de l'ISR si celui-ci n'est pas encadré ?

4. Faut-il s'attendre à la création d'un cadre législatif plus ferme concernant l'utilisation des termes liés à l'ISR (France, Italie) ?

4.1. Une standardisation est-elle nécessaire et désirable ? Concernant quels aspects ?

4.2. Quelles-sont les barrières à la mise en place d'un tel cadre ?

4.3. Est-ce qu'une standardisation sera plutôt réalisée de manière « top-down » ou « bottom-up » ?

4.4. Une transparence accrue provoquerait-elle une redistribution des parts de marché ? Certains acteurs profitent-ils actuellement du manque de cadre législatif pour entretenir sciemment l'opacité ?

4.5. Des incitants fiscaux sont-ils envisageables ?

4.6. La mise en place d'une « norme minimale » (cfr financité) en matière d'ISR serait-elle bénéfique ? Où la limite devrait-elle se situer selon vous ?

4.7. Une échelle ISR basée sur la prise en compte de critères ESG est-elle envisageable (comparable à l'échelle de risque présente dans les KIID par exemple) ?

4.8. Quels sont les labels les plus largement reconnus en Belgique actuellement ?

5. Le contexte politique belge/européen peut-il avoir un impact sur le développement de l'ISR en Belgique ?

5.1. Si oui, comment et dans quelle mesure ?

6. En quoi l'approche de votre banque traduit-elle les attentes de vos clients en termes d'ISR ?

6.1. Avez-vous interrogé vos clients pour déterminer votre approche ISR ?

Explication de la démarche

Le premier objectif poursuivi pour ces entretiens était d'avoir une vision globale du marché, de ses tendances et de connaître la vision des experts quant à son futur et à son évolution. Pour cette raison, nous avons choisi d'opter pour une grille d'entretien reprenant des questions assez générales et souvent ouvertes (en gras dans le guide d'entretien) laissant l'opportunité aux experts d'aborder les différents sujets de manière assez neutre et sans les orienter de manière trop directe sur les aspects particulièrement visés par notre étude. Il est d'ailleurs important de noter que plusieurs aspects abordés lors des entretiens n'ont pu être développés dans ce travail étant donné la nécessité de faire des choix pour éviter une étude « de surface ». Une fois l'opinion de l'expert recueillie sur la question plus générale, les sous questions n'ayant pas été abordées spontanément étaient ensuite évoquées en vue d'assurer une vision complète de la thématique étudiée.

Les liens entre les propositions et les questions présentes dans le guide d'entretien sont présentés ci-dessous.

Proposition 1 : « *Le volume du marché ISR devrait continuer à augmenter d'ici 2030 sous l'impulsion d'une offre toujours plus élargie* »

Cette proposition est abordée à travers diverses questions. On retrouve notamment la question 1.1 liée à la qualité de l'offre actuelle et au fait qu'elle réponde aux attentes des investisseurs ainsi que la question 1.5 qui sont toutes deux étroitement liées à l'évolution du marché. La question 4 permet quant à elle de définir cet aspect de manière très claire.

Par ailleurs, la question 4.1 permet aux experts d'aborder l'élargissement de l'offre en tant que « clé » potentielle à l'expansion de l'ISR s'ils estiment que cet élément est déterminant alors que la 4.2 amène de manière claire la question de la direction prise par le marché en termes d'offre, à savoir élargissement ou rétrécissement.

Proposition 2 : « *La vision de l'ISR par les investisseurs retail est biaisée et leur perception de l'ISR n'apporte actuellement pas un cadre favorable à son développement* »

C'est la question 2 qui a pour objectif de laisser l'opportunité à l'expert interviewé d'aborder le sujet de manière générale. En effet, bien que celle-ci soit dans un premier temps tournée de manière positive, elle incite les répondants à étoffer leur réflexion en mettant en lumière les aspects rendant l'ISR moins désirable aux yeux des investisseurs particuliers.

En outre, la question 2.1 permet de vérifier la perception des investisseurs quant à la performance financière de l'ISR. La question 2.4 amène clairement une réflexion quant au sentiment général des investisseurs face à l'ISR alors que le point 2.5 a pour objectif de déterminer quels sont éléments liés à l'ISR qui découragent les investisseurs ou font qu'ils ne s'y intéressent pas. Cet aspect qui apparaît dans la littérature est le dernier à être abordé, cette démarche est volontaire en vue d'éviter le potentiel biais qu'aurait représenté une prise de position à travers le questionnaire avant même de recueillir l'appréciation du sentiment global des investisseurs par les experts.

Proposition 3 : « *La demande pour l'ISR va s'intensifier au fur et à mesure des années sous l'impulsion des HNWI, des femmes et des millenials* »

Cette proposition est principalement abordée à travers deux questions qui sont la 1.2 et la 3.3. En effet, ces deux points ont pour objectif d'établir un (ou des) profil(s) d'investisseur(s)

particulièrement intéressés par l'ISR dans le premier cas, et de déterminer si ce(s) profil(s) est (sont) amené(s) à évoluer dans le futur dans le second cas.

Par ailleurs, la question 2 laisse au préalable la possibilité au répondant de structurer sa réponse sur base de différents types d'investisseurs qu'il identifie et permet ainsi d'avoir une première indication quant à une segmentation potentielle selon l'intérêt porté à la thématique ISR.

Proposition 4 : « *Les pratiques ISR devraient être généralisées à l'horizon 2030* »

On retrouve le point 1.7 qui est relatif à cette proposition et permet de mettre en lumière l'avis de l'expert relatif à l'importance de l'ISR dans la configuration actuelle.

Plus loin, c'est la question 4 qui permet au répondant de déterminer où en sera l'évolution du marché à l'horizon indiqué et de ce fait, de recueillir une opinion relative à la proposition susmentionnée. Le point 4.4 permet quant à lui de clarifier la position de l'interviewé par rapport à un postulat issu de la littérature allant encore plus loin que la proposition concernée et ouvrant ainsi la porte à une critique argumentée de ce point de vue.

Proposition 5 : « *La mise en place d'un cadre législatif autour des termes liés à l'ISR est actuellement peu probable mais serait bénéfique à son expansion* »

De nombreuses questions permettent au répondant d'aborder le sujet dans un premier temps, à savoir les points 1.3 et 1.4 qui donnent l'opportunité de formuler une critique de l'utilisation généralisée du terme ISR ainsi que le point 1.7 qui laisse la possibilité d'évoquer la nécessité d'un cadre législatif ou encore la question 3.7 qui amorce le sujet.

Ensuite, la question 5 ainsi que les sous-questions qu'elle implique abordent clairement la probabilité de l'apparition d'un tel cadre ainsi que divers aspects liés comme la désirabilité d'une telle démarche ou encore la forme qu'elle devrait prendre (incitants fiscaux, norme minimale, ...).

Proposition 6 : « *La capacité pour les organismes financiers proposant des produits ISR de démontrer, d'une part, son impact extra-financier ainsi que de former, d'autre part, ses employés par rapport à cette thématique représentent des enjeux majeurs quant à l'évolution de ce type d'investissement »*

Concernant cette proposition, l'objectif était d'amener le répondant à évoquer les enjeux liés à l'offre qui lui semblaient essentiels sans toutefois aborder les postulats issus de la littérature directement afin d'éviter un important biais. Pour cette raison, on ne retrouve pas de question liée directement à ces deux enjeux mais bien plusieurs points tels que le 1.7, le 3.1 ou encore le 3.2 et le 3.3 qui cherchent à cibler les enjeux clés envisagés par les experts et permettent à ces derniers d'aborder la proposition concernée en rejoignant cette vision.

Proposition 7 : « *Les alternatives à l'ISR bancaire vont continuer à se développer et pourraient être de plus en plus considérées par les investisseurs retail si les banques n'évoluent pas vers plus de transparence et de RSE »*

Les aspects transparence et RSE sont amenés à être évoqués à travers les réponses aux questions 1.3 et 1.4 étant donné le lien fort qui apparaît entre ces aspects et la légitimité de l'utilisation du terme ISR.

Par ailleurs, les questions 3.5 et 3.6 abordent la question de l'importance que les alternatives à l'ISR bancaire peuvent prendre à l'avenir. Elles permettent ainsi de recueillir une opinion claire de la part du répondant sur la concurrence que peut représenter ce type de solutions ainsi que sur les alternatives les plus à même de représenter une éventuelle menace pour l'ISR bancaire.

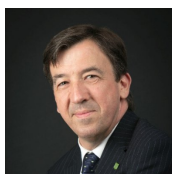
Annexe 10 : Brève présentation des experts ²⁷



Joëlle Closon occupe la fonction de « Sustainable Investment Specialist » chez BNP Paribas Fortis depuis deux ans.



Staf Lavergne est directeur des relations institutionnelles chez Van Lanschot depuis plus de 5 ans. Il a auparavant travaillé pour Delta Lloyd Bank et Nagelmackers, là aussi au niveau des relations institutionnelles. Il est par ailleurs coauteur du livre « Etisch beleggen is voor iedereen ».



Olivier Gillet est « Private Wealth Officer » chez Van Lanschot depuis un an et demi et a auparavant travaillé en tant que « Head of Investment Management » chez BNP Paribas ou encore comme « Deputy Director » chez Pulaetco-Dewaay.



Conseiller « Personal & Private Banking » chez Triodos depuis plus de 8 ans, Eric Florin a auparavant travaillé en tant que Private Banker chez Petercam et Nagelmackers.



Ophélie Mortier occupe la fonction de « Responsible Investment Strategist » chez Degroof-Petercam depuis bientôt deux ans. Elle a préalablement travaillé pour le département « Institutional Sales & Marketing », chez Petercam.



Etienne de Callatay a cofondé Orcadia Asset Management il y a un an et demi et y officie en tant que « Economic Advisor » et « Chairman of the board ». Il a auparavant travaillé en tant qu'économiste pour la banque nationale belge et le fonds monétaire international ainsi que comme économiste en chef à la banque Degroof.

²⁷ Seuls les postes occupés ayant une relation étroite avec le sujet du travail sont mentionnés, les informations sont issues du profil public des experts disponible sur le réseau professionnel LinkedIn.



Bernard Bayot est le directeur du réseau Financité depuis 13 ans, et est par ailleurs investi dans le projet NEW B en tant que président. Il a auparavant travaillé pour la commission européenne en tant que « Member Financial Services User Group » ou encore occupé le poste de vice-président chez Vigéo.



Dirk Coeckelbergh est le CEO de NEW B depuis plus de trois ans. Il a antérieurement travaillé comme conseiller indépendant pour des ONG notamment mais aussi comme directeur des crédits au niveau national au Credit Agricole ainsi que comme directeur et membre du conseil d'administration à la banque Bacob. Il est par ailleurs l'auteur ou coauteur de plusieurs livres relatifs à l'ISR comme « Etisch beleggen is voor iedereen » ou encore « Ethisch beleggen ».

Annexe 11 : Evolution de la manière d'aborder les entretiens

Cette annexe a pour objectif de présenter les grandes lignes de l'évolution de la démarche empirique réalisée.

Il est tout d'abord bon de rappeler le fait que des temps de réflexion avaient volontairement été laissés entre les différents entretiens en vue de pouvoir réécouter ces derniers et les retranscrire intégralement. De cette manière, certains éléments, parfois non perçus lors de l'entretien même, apparaissaient comme perfectibles et étaient ensuite corrigés lors de l'entretien suivant.

Ci-dessous, les différents entretiens sont présentés par ordre chronologique avec, pour chacun, les principaux enseignements tirés ou encore les principales améliorations apportées en vue de l'interview suivant.

Entretien 1 : J. Closon (Liège, le 13/04/2017)

A la suite de ce premier entretien, j'ai pu constater que ma gestion du temps n'avait pas été optimale. De fait, la discussion du cadre théorique autour du sujet a pris trop d'importance et ne m'a pas permis d'approfondir suffisamment certaines questions.

Par ailleurs, le fait que je sois assez concentré sur mon guide d'entretien par peur de manquer une question a donné lieu à un échange sans doute trop directif et laissant plus de place à un discours relativement standardisé qu'à un avis personnel de l'expert par moments.

Entretien 2 : Staf Lavergne et Olivier Gillet (Anvers, le 18/04/2017)

Ce second entretien face à deux interlocuteurs m'a permis de faire évoluer ma manière de mener l'entretien en abordant ici les différents thèmes avec plus de recul de façon à laisser les experts s'exprimer. Ainsi, j'ai pu obtenir plus d'informations et me concentrer sur les paroles des interviewés afin de réagir de manière plus adéquate.

D'autre part, il s'est avéré après ces deux premiers entretiens que différentes questions méritaient d'être clarifiées ou encore étaient peu pertinentes car trop semblables à d'autres points déjà évoqués au stade de l'entretien où elles apparaissaient. Citons par exemple la nécessité de clarifier le terme « croyances collectives » ou encore de supprimer une question

relative à un lien entre ISR et contexte géopolitique qui aboutissait sur des discussions en dehors du cadre de l'entretien et rendait la gestion du temps plus compliquée.

Entretien 3 : E. Florin (Beaufays, le 21/04/2017)

Bien que je me sente plus à l'aise dans la gestion de l'entretien, il est apparu lors de cette entrevue que certaines questions que l'expert avait déjà abordées étaient posées par la suite du fait d'une certaine crainte de ma part de passer à côté d'informations utiles.

Le fait de retranscrire l'entretien m'a par contre permis de réaliser qu'une question relative à l'évolution future des parts de marché de l'ISR était superflue car elle était systématiquement abordée au préalable par les différents experts.

Enfin, j'ai pris l'initiative de demander un feed-back concernant ma manière de mener l'entretien ainsi que la façon de traiter la thématique en question à l'expert. Cela m'a permis de connaître le ressenti de mon interlocuteur.

Entretien 4 : O. Mortier (Bruxelles, le 24/04/2017)

Cette entrevue m'a permis de continuer à améliorer mon guide d'entretien. En effet, j'ai pu ajouter à l'aspect législatif l'idée proposée par E. Florin lors de l'entretien précédent (instauration d'une échelle ISR semblable à l'échelle de risque) en vue de faire réagir les autres experts par rapport à cette possibilité.

Concernant la manière de gérer l'entretien, j'ai pu remarquer lors de l'audition et de la transcription de celui-ci que ma gestion du temps était meilleure.

Entretien 5 : E. de Callatay (Mormont, le 01/05/2017)

Lors de ce cinquième entretien, il m'a été possible de me détacher sensiblement de mon guide d'entretien. En effet, les différentes questions et thématiques abordées m'étant à ce stade très familières, j'ai pu aborder les thèmes sous une forme bien plus transversale qu'auparavant et cela m'a permis d'accéder à des prises de position assez personnelles et d'autant plus pertinentes.

Par ailleurs, j'ai pris la décision de supprimer une question relative aux labels les plus reconnus à la suite de cet entretien car il s'avérait que tous les experts s'accordaient sur la présence d'un quasi-monopole d'Ethibel ainsi que sur son rôle toutefois très discret. Il m'a de ce fait semblé intéressant de passer plus de temps sur les questions pouvant amener un certain débat.

Entretien 6 : B. Bayot (Bruxelles, le 04/04/2017)

Cet avant-dernier entretien m'a forcé à adapter légèrement le guide d'entretien préconçu étant donné le statut différent de l'expert concerné. En effet, celui-ci n'étant pas issu du monde bancaire, il n'y avait par exemple pas lieu de poser certaines questions axées sur l'offre proposée par l'organisme de l'expert en particulier.

D'un autre côté, il m'a été possible d'approfondir certains thèmes sur lesquels le réseau Financité est très actif tels que la qualité de l'offre actuelle par exemple. Cela a pu être le cas dans la mesure où il était possible de discuter très brièvement d'autres aspects pour lesquels B. Baillot avait déjà pris des positions claires dans la littérature.

Entretien 7 : D. Coeckelbergh (Bruxelles, le 09/05/2017)

Comme pour l'entretien précédent, cette dernière interview a été plus dense sur certains aspects particulièrement chers à l'expert comme les alternatives à l'ISR bancaire tel qu'il existe actuellement.

Toutefois, les différentes thématiques ont pu être abordées de manière approfondie et l'expérience acquise au fil des entretiens (aidée par la franchise de D. Coeckelbergh) m'a permis de recueillir de nombreuses prises de positions et informations très précieuses.

Annexe 12 : Tableaux présentant les findings par proposition

Cette annexe reprend les éléments relatifs aux différents thèmes abordés par les experts et considérés comme particulièrement pertinents.

Il est intéressant de mentionner le fait que les points de vue de S. Lavergne et O. Gillet sont considérés ensemble car les deux experts sont issus de la même institution mais surtout étant donné le fait qu'il est apparu lors de l'entretien que leurs propos et leurs visions du marché concordaient tout à fait. Le fait que leurs discours se complétaient systématiquement en est un bon indicateur et justifie, selon moi, cette prise de position.

Notons aussi que les propos de chacun des experts ont été repris le plus fidèlement possible. Toutefois, pour éviter une certaine « lourdeur », toutes les phrases n'ont pas été reprises dans leur intégralité.

Proposition 1 : « Le volume du marché ISR devrait continuer à augmenter d’ici 2030 sous l’impulsion d’une offre toujours plus élargie »	
J. Closon BNP Paribas Fortis	- Très peu d’institutions financières proposent une véritable offre ISR et ont un ADN durable aujourd’hui même s’il existe une tendance en ce sens. - L’ISR n’est pas encore valorisé par tous les acteurs. - Dans la nouvelle génération il y a beaucoup de start-up, d’entreprises qui cherchent déjà des produits ou des solutions qui vont justement impacter notre planète demain donc c’est très loin d’être un effet de mode, c’est une nouvelle mentalité, une nouvelle manière de voir les choses qui va s’intensifier ces prochaines années. - Chez nous, l’ISR prend de plus en plus d’ampleur en termes d’AUM et de PDM par rapport aux investissements classiques, les PDM ISR vont continuer à augmenter régulièrement dans le futur. - On se dirige vers encore plus d’hétérogénéité au niveau des approches et pratiques de l’ISR dans le sens où il est toujours possible d’aller plus loin dans la démarche.
S. Lavergne O. Gillet Van Lanschot	- On voit de plus en plus d’acteurs s’investissant dans une démarche durable, au niveau institutionnel comme particulier. - Aujourd’hui tout le monde dit qu’il fait des investissements durables. Mais à côté de ça certains font aussi des investissements non durables, est ce compatible ? Pour eux c’est juste une gamme, c’est commercial mais d’une certaine manière cela force les autres à s’améliorer dans leur spécialité, de se spécialiser. - Les sociétés qui ne s’intéressent pas à la durabilité vont probablement aussi perdre des parts de marché à l’avenir, cela peut aussi poser problème pour l’investisseur. - Il est certain que le marché continuera à croître.

E. Florin Triodos	- Aujourd'hui on voit de plus en plus d'investisseurs qui se sentent concernés, qui osent poser la question, demander s'il y a une offre ISR. - Je ne pense pas qu'il y ait un effet de mode avec l'ISR, je pense qu'il y a une réflexion globale à long terme. - On sait qu'il y a en Belgique 15 à 20% des investisseurs qui sont concernés et veulent investir de manière responsable or le marché ISR en Belgique ne pèse qu'autour d'1%. - Le fait que des grands acteurs s'intéressent à l'ISR va permettre une plus grande reconnaissance de cette thématique et est bénéfique pour le marché.
O. Mortier Degroof-Petercam	- L'offre n'est pas limitée, énormément de choses se sont développées, la demande est encore fort limitée. - Les Private bankers il y a quelques années, trouvaient tous que c'était important mais ils disaient tous que cela n'intéressait pas le client alors que les mêmes personnes m'envoient maintenant des mails avec des questions de clients sur le sujet en disant qu'il va y en avoir de plus en plus. - Les green bonds vont prendre de plus en plus de place, au niveau real estate, infrastructures cela se développe aussi même s'il n'y a pas encore d'offre retail en la matière. - A chaque fois qu'on veut créer un produit accessible sur les deux marchés institutionnels et privés, le problème qui est toujours cité au niveau privé est toujours la difficulté de MIFID plutôt qu'un manque d'intérêt des clients.
E. de Callatay Orcadia	- Aujourd'hui quasiment tous les plus grands acteurs disposent d'une offre ISR et la développent. - Je pense que la tendance va être haussière. - Par exemple il y a une thématique qui commence à émerger et qui est la fiscalité de l'entreprise. Donc l'ISR avant, savoir que Apple par exemple payait beaucoup ou peu d'impôts n'était pas une considération, c'était plutôt « qu'est-ce qu'ils font sur le plan environnemental, sur le plan social ? ». Il y a aujourd'hui dans les préoccupations qui vont entrer en ligne de compte dans l'ISR de nouvelles choses.

	- Les problématiques sociétales et notamment l'environnement ne vont pas aller en diminuant donc je pense que les gens vont être aussi plus sensibilisés et la tendance est donc selon moi tout à fait porteuse.
B. Bayot Financité	- Les études montrent qu'au moins une personne sur deux en Belgique compte investir son épargne en tenant compte des critères ESG. - Le fait qu'une direction stratégique axée sur l'ISR chez BNP entraîne un dédoublement des encours ISR totaux prouve qu'il y a un gros potentiel qui attend d'être exploité, si l'ISR rentre dans la stratégie commerciale il se vend. - Dans le cadre d'une stratégie marketing une banque généraliste ne peut pas se profiler comme étant la banque de telle ou telle catégorie de population, ils doivent éviter tout étiquette et ne pas aller trop loin, c'est peut-être une part de l'explication, si certains clients sont sensibles à l'ISR d'autres ne le sont pas du tout et cela pourrait les faire fuir.
D. Coeckelbergh New B	- L'ISR devient une nécessité, en regardant toutes les statistiques on peut parler d'un burn-out global de la planète. - Une diversification supplémentaire possible serait la participation des investisseurs dans les fonds à titre de conseil ou décisif pour faire sortir des entreprises. - Il va de soi qu'on va encore inventer de nouvelles choses, disons des nuances de choses qui existent déjà. - Je ne vois pas venir une convergence à moins qu'une réglementation apparaisse. - Les green bonds et social impact bonds pourraient se développer au niveau des particuliers.

Proposition 2 : « La vision de l'ISR par les investisseurs retail est biaisée et leur perception de l'ISR n'apporte actuellement pas un cadre favorable à son développement »

J. Closon BNP Paribas Fortis	- Certains ont une vision biaisée de l'ISR et notamment de son rendement, ils pensent ainsi devoir faire un sacrifice financier, or la performance financière reste le facteur le plus déterminant chez les clients retail aujourd'hui. - D'autres pensent que c'est un effet de mode dont on ne parlera plus dans quelques années. - Ils font confiance à leur conseiller et à l'appellation ISR, sans doute souvent sans chercher à « creuser » pour savoir ce qu'il y a derrière. - Beaucoup pensent que l'ISR c'est le climat, la transition énergétique. - Beaucoup ne connaissent pas l'ISR, il est méconnu selon une enquête que nous avons réalisée il y a peu. Certains connaissent son existence sans plus et très peu se posent des questions sur les investissements que cela représente réellement.
S. Lavergne O. Gillet Van Lanschot	- Certains clients sont uniquement intéressés par le rendement, d'autres sont prêts à faire un effort sur une partie de leur portefeuille, d'autres veulent aller plus loin et d'autres encore plus loin. - Il y en a qui sont uniquement intéressés par l'objectif financier et d'autres qui veulent combiner plusieurs objectifs, en majorité les investisseurs pensent d'abord au rendement. - L'investisseur fait confiance à son banquier. - Aujourd'hui l'ISR ce n'est clairement pas de la philanthropie. Ainsi, on obtient le return du marché, voire mieux, mais aussi les risques du marché. - Il y a des gens que ça n'intéresse pas, pour qui cela ne représente pas des préoccupations.

E. Florin Triodos	- Les investisseurs ne sont pas très regardants, ne cherchent pas trop à savoir, on parle d'un principe de confiance - Les hommes sont plus sensibles à l'aspect du rendement financier pur et pensent avec erreur que le rendement financier n'est pas compatible avec le rendement sociétal. - Quand l'investisseur va placer le fruit de toute son épargne il fait aveuglément confiance à son banquier, il ne comprend pas ce qui se passe derrière et ne cherche pas à comprendre, il y a aussi un manque de connaissance autour de l'ISR. - La croyance qui reste un petit peu et qui dit qu'investir de manière responsable c'est avoir moins de rendement, ça reste ancré chez certains mais si on faisait une étude entre les moins de 40-50 ans et ceux qui ont plus, je pense qu'il y aurait vraiment des grosses différences.
O. Mortier Degroof-Petercam	- Les clients sont perdus et ne sont pas toujours bien informés ou ne veulent pas toujours s'informer. - Le client privé est encore un client qui ne sait pas exactement ce qu'il veut quand il dit « sustainable ». - L'investisseur privé ne prend pas en compte la partie gestion du risque car il n'en est pas conscient, il y a encore ce gros préjugé de « Combien cela va-t-il me coûter pour faire quelque chose de bien ? ». - Il y a eu la crise de 2008 qui a mis pas mal de questionnement sur le rôle des banques. Les scandales concernant les grosses banques n'aident pas non plus à ce que l'investisseur ait totalement confiance en sa banque. - Eux ce n'est pas vraiment l'approche qui les intéresse, c'est cela qui rend les choses plus compliquées, chaque client va venir avec sa problématique ou son enjeu clé, chacun a ses sensibilités et ses priorités.
E. de Callatay Orcadia	- Je pense que les investisseurs ne savent pas très bien ce qu'est l'ISR en général. - Je pense que dans l'esprit de beaucoup de gens il reste un trade-off à faire, à savoir que si j'investis dans de l'ISR je vais y perdre en couple risque/return. - C'est l'aspect environnement qui est le plus perçu par les investisseurs.

	- Ils se contentent de l'appellation ISR. De nouveau parce que vous ne pouvez pas avoir une bonne relation avec votre banquier privé si vous ne lui faites pas confiance, et si vous lui faites confiance vous n'allez pas l'interroger sur certains des points. En plus, il faut bien se rendre compte que pour la grande majorité des investisseurs, quand on leur parle de couple risque/return ils sont déjà perdus.
B. Bayot Financité	- Je pense que les gens n'ont pas le temps ni les compétences d'aller vérifier, d'autant plus que souvent, au sein d'une même institution bancaire on a des méthodologies et des critères différents.
D. Coeckelbergh New B	- 10-20% des gens qui cherchent l'ISR veulent comprendre tout mais ils sont très vite déçus car à l'agence on n'est pas toujours capables de leur donner l'information. - Ils ne viendront pas pour le rendement seul mais par contre le manque de rendement va les chasser. - Ils imaginent l'ISR comme une niche avec un rendement moindre. - Je pense qu'ils ne le connaissent pas l'ISR.

Proposition 3 : « La demande pour l'ISR va s'intensifier au fur et à mesure des années sous l'impulsion des HNWI, des femmes et des millenials »	
J. Closon BNP Paribas Fortis	- Les jeunes et les femmes semblent plus attirés par l'ISR.
S. Lavergne O. Gillet Van Lanschot	- Aujourd'hui les investisseurs demandeurs d'ISR sont en quête de sens mais il n'existe pas de profil type. - Le changement de génération va avoir un impact, il y a aussi ce dialogue entre générations qui s'installe et qui va accélérer progressivement ce processus. On ne va pas attendre que les milleniums soient au moment où ils ont constitué leur fortune, s'ils ont encore envie d'en constituer une. Le fait que la question de l'argent soit beaucoup moins tabou rentre aussi en compte, avant les gens mouraient à 60,70 ans et l'argent allait à la génération suivante. Ici il leur reste 20, 30 ans à vivre et certains ont la chance d'avoir déjà suffisamment de cet argent pour pouvoir déjà donner.
E. Florin Triodos	- Ce sont des clients qui sont souvent plus cultivés ou qui ont une meilleure éducation, sans vouloir être péjoratif, et qui ont également un certain engagement par rapport à la société. - Cela concerne plus les jeunes (à l'occasion d'une donation par exemple), les nouvelles générations qui ont été habituées à trier leurs déchets, à faire plus attention à l'énergie et ce genre de choses, cette génération est plus attentive et plus conséquente dans tous ses choix. - Si on veut jouer purement en termes de marketing je pense que les femmes d'une manière générale sont plus sensibles.

	- J'ai vu des personnes d'un certain âge qui avaient toujours investi d'une certaine manière, poussées dans le dos par leurs enfants. Elles en sont revenues convaincues et ont aujourd'hui basculé tout leur portefeuille classique en portefeuille durable. - Les investisseurs les plus fortunés mèneront eux-aussi la danse.
O. Mortier Degroof-Petercam	- On parle aussi beaucoup d'un intérêt des plus jeunes et des femmes. Quand des clients privés viennent pour le patrimoine qu'ils comptent mettre de côté pour leurs enfants ils ont plus de demandes sustainable. - Les plus jeunes générations principalement, ceux qui sont seulement en train de construire leur patrimoine vont représenter un premier accélérateur quand ils vont remplacer les autres et voir leur patrimoine évoluer.
E. de Callatay Orcadia	- Je n'ai pas toutes les informations au niveau tranches d'âge mais je pense que l'ISR c'est, sur base du petit échantillon de nos clients, un peu plus des gens qui ont fait leur argent eux-mêmes que ceux qui l'ont hérité. - Certaines études parlent des femmes et des jeunes comme étant plus sensibles à l'ISR, je ne peux toutefois pas le confirmer, j'ai peur de colporter des rumeurs ou des clichés.
B. Bayot Financité	- La dernière étude sur laquelle je peux me baser date d'une dizaine d'années et présentait 2 poches ; à savoir les individus fortement imprégnés par l'esprit coopératif, mutualistes et les « nouveaux citoyens », terme qui décrit les personnes très intéressées par le bio, les initiatives locales. J'émet donc l'hypothèse qu'ils représentent sans doute une bonne partie des investisseurs ISR. - Les femmes sont souvent citées elles-aussi. - Il est clair qu'une entreprise que l'on analyse qui a une bonne gestion des impact ESG a en général une bonne gestion tout-court. - Quand on faisait des études auprès du grand public début des années 2000 on arrivait à des chiffres de 7,8% de la population intéressés par l'ISR contre 50% aujourd'hui, on constate donc une très grosse évolution. Est-ce que ça

	va continuer ? Je n'en sais rien, mais on peut le penser en tout cas, il y a une attention accrue du public pour ce type de thématiques (bio, durabilité).
D. Coeckelbergh New B	- D'après les études, les clients intéressés par l'ISR c'est plus ou moins un tiers de la population belge qui veut vivre de manière responsable et pour qui c'est aussi le cas en finance, pour caricaturer, en général c'est la partie de la population plus dédiée à des ONG de genre Green Peace, MSF et qui sont des consommateurs beaucoup plus sensibles à ce type de problématiques. - Les jeunes s'y intéressent particulièrement, les plus riches aussi souvent en vue de se « soulager » la conscience ou à titre de diversification. - Les jeunes de maintenant sont plus ouverts que nous à notre époque au niveau de la durabilité mais ils s'engagent moins et je ne suis pas sûr qu'ils vont agir en ce sens.

Proposition 4 : « Les pratiques ISR devraient être généralisées à l’horizon 2030 »

J. Closon BNP Paribas Fortis	- Je partage la vision de certains académiciens selon laquelle l’ISR ne sera plus cité en tant que tel dans 10-15 ans car il sera intégré de manière systématique chez tous les gestionnaires. - On se rend compte que beaucoup d’analystes tiennent déjà compte des critères ESG de manière informelle, ce n’est pas encore formalisé partout mais cela se fait déjà de manière spontanée. On peut citer Carmignac comme exemple qui a récemment décidé d’intégrer un filtre extra-financier dans certains fonds, cela a en réalité été très simple à formaliser car ces éléments correspondaient aux convictions de leurs gestionnaires qui en tenaient déjà compte. - De plus en plus de managers se voient aussi fixer des objectifs extra-financiers.
S. Lavergne O. Gillet Van Lanschot	- Je suis d’accord mais pas sur la période nécessaire, ce sera beaucoup plus long que 10 à 15 ans. Selon moi ça va prendre encore au moins une génération, soit au moins 33 années.
E. Florin Triodos	- On peut imaginer qu’à terme, il ne faille plus ajouter derrière « investissement » les mots « socialement responsable ». - Je pense, j’espère que l’ISR sera la norme à l’horizon 2030. Cela veut dire que toutes les pratiques seront ISR, tous les investissements seront ISR et que l’on va tendre vers, outre l’ISR, des investissements d’impact. - Là où c’est plus compliqué c’est pour tout ce qui concerne les govies, c’est à la fois très bien et à la fois c’est très dangereux.

O. Mortier Degroof-Petercam	- L'intégration ESG est dominante mais l'ISR va devenir du mainstream, ça ne l'est pas actuellement car cela représente actuellement environ 10% des actifs sous gestion donc ce n'est pas du mainstream dans les chiffres mais je pense que ça le devient. - Maintenant les équipes de recherche, même quand elles ne sont pas interdites d'investir dans certaines firmes viennent demander ce que je pense de leurs pratiques avant d'y investir alors qu'avant si ce n'était pas interdit elles ne se seraient même pas posé la question. - Je pense qu'il y aura encore plus de produits thématiques, aujourd'hui il y a quand même encore beaucoup de fonds globaux et donc je pense que si on va de plus en plus vers du mainstream pour ce qui est sustainable, les vrais fonds ISR seront thématiques. Cela permettra au client de voir plus clairement ce qu'il finance exactement. - L'ISR ne représentera plus 10% des actifs sous gestion des banques mais ce sera bonnement 40%, surtout en voyant actuellement les mouvements des BNP, KBC qui mettent d'abord cela en avant.
E. de Callataÿ Orcadia	- L'ISR a besoin de temps pour se généraliser, admettons que vous avez promu un fonds, une sicav lambda, pas ISR, il y a 20 ans et puis que du jour au lendemain vous dites à vos clients « ce n'est pas bon, ça finance des entreprises qui sont limites et donc on va passer dans autre chose ». D'un point de vue cohérence du discours cela semble violent. - Il y a en Belgique une difficulté supplémentaire qui est la taxe sur les opérations boursières. Le client est dans un fonds, vous voulez le faire passer dans un fonds ISR, il paye 1,32% à la sortie. Cela en refroidit plus d'un, l'argent qui est déjà investi en Belgique, par cette TOB est rendu plus inerte. Avec le temps les événements de liquidités se multiplieront et permettront une montée graduelle de l'ISR.

	- Cela me semble excessif, ce qu'il faut espérer c'est qu'il y ait un glissement vers le haut de la qualité mais il restera des bons et des moins bons. Il va y avoir une tendance à la convergence au fur et à mesure que les entreprises moins responsables verront que les plus responsables performant bien. - La difficulté aujourd'hui est que le monde obligataire est dominé par les emprunts souverains et avant d'aller dire que tel et tel pays se comporte mal c'est délicat.
B. Bayot Financité	- C'est impressionnant, si vous m'aviez posé la question il y a deux mois je vous aurais dit que c'était plat et que rien ne permettait de considérer qu'il allait en être autrement. Je suis même incapable de vous dire où on en sera en 2020, peut-être qu'une fois une taille critique du marché atteinte ceux qui ne le font pas par conviction le feront par nécessité et tireront le marché vers le haut. - Si la demande continue à augmenter, que par ailleurs des mesures publiques sont prises et que quelques acteurs décident vraiment de se positionner de manière significative sur ce marché cela peut vraiment très vite augmenter - On peut l'imaginer mais je ne suis pas persuadé que c'est comme cela que ça va se passer, tout dépend de l'exigence que l'on met, si les critères sont ultra-light ça peut aller vite.
D. Coeckelbergh New B	- Je crains que le changement ne se fasse pas facilement. On peut comparer ça aux personnes qui changent réellement seulement après avoir pris une grosse claque telle qu'un burn out, le décès d'un proche etc... Il en va de même pour la société.

Proposition 5 : « La mise en place d’un cadre législatif autour des termes liés à l’ISR est actuellement peu probable mais serait bénéfique à son expansion »

J. Closon BNP Paribas Fortis	- L’ISR n’es pas encore dominant, il a besoin des pouvoirs publics pour le devenir. - Un label d’état aurait du poids et permettrait de faire un tri, un label au niveau européen en aurait encore plus mais l’un comme l’autre semblent compliqués à mettre en place. - La mise en place d’un tel cadre permettrait d’éviter le Green-Washing qui peut ternir l’image de l’ISR auprès du grand public. - Encadrer les notations extra-financières avec des références claires débouchant sur des cotations opposables aurait du sens, il serait intéressant de définir une méthodologie Européenne de définition de l’ISR avec un certain nombre de critères, ou même mondiale basée par exemple sur les UN PRI qui rassemblent de plus en plus de signataires. - La mise en place d’une norme minimale pourrait être bénéfique si elle est principalement axée sur la transparence qui doit être totale. - L’idéal serait qu’il y ait des incentives fiscaux, pourquoi pas imaginer des avantages fiscaux pour les investisseurs qui s’orienteraient vers du durable ?
S. Lavergne O. Gillet Van Lanschot	- C’est aussi la responsabilité du client de savoir ce qu’il veut et d’analyser ce qui lui est proposé, d’aller regarder derrière le discours. S’il veut quelque chose qui correspond à ce qu’il aime c’est à lui à faire ce travail aussi. Il y a quand même pas mal de normes, de critères, de sociétés de rating qui expliquent ce qu’il y a dans les fonds. On peut être d’accord ou pas avec leur méthode de travail mais il y a quand même des gens qui essayent de contrôler ce qui se passe pour l’encadrer.

	- On ne va sans doute jamais évoluer vers un seul système, sauf si c'est obligé par les gouvernement. Sauf si l'Europe dit : « ça c'est la définition de l'ISR, tout le monde doit suivre le système selon cette méthode » mais je pense que ça ne va jamais arriver. - Laisser des libertés est bien aussi pour laisser marcher la concurrence et laisser décider le consommateur, une standardisation n'est pas désirable. - Il est difficile pour la législation d'être à la page car quand bien même on définirait l'ISR aujourd'hui, il serait sans doute différent demain, par exemple une banque durable, il y a quelques années on aurait dit qu'elle l'était en ne faisant pas de prêt au domaine de l'armement. - C'est intéressant qu'il y ait différents acteurs de certifications, différents labels. C'est vrai cela rend les choses moins lisibles pour le consommateur mais ça l'oblige à se poser la question : « qu'est-ce que je veux pour mon argent et dans quel but ? ». - Des incitants fiscaux ne sont pas intéressants car dans ces cas-là c'est le consommateur qui paiera plus comme on l'a vu avec les panneaux solaires par exemple. - On est un secteur qui est déjà horriblement réglementé, c'est bien de protéger le consommateur mais c'est aussi bien de l'éduquer et de lui faire prendre ses responsabilités. Il est clair qu'il y a eu des abus mais prenons l'exemple d'Optima, si quelqu'un donne un rendement qui ne correspond pas au marché il faut quand même réfléchir à la manière dont ils font cela, ce n'est pas logique.
E. Florin Triodos	- Ce qui manque à mon sens aujourd'hui c'est une norme ou des critères qualitatifs pour déterminer ce qui est considéré comme responsable, durable ce qu'est l'ISR. - Pour moi la notion la plus importante est celle de la transparence. - Je pense qu'il faut favoriser l'hétérogénéité mais en insistant sur la transparence.

	- Un socle minimal dans toutes les activités bancaires au niveau certainement européen est désirable car au niveau belge ça risquerait de ne pas fonctionner. Des normes transparentes, et après pouvoir évoluer avec une échelle de graduation qui reste à définir mais qui pourrait être effectivement transnationale. - Le politique à un rôle à jouer pour fixer au moins les normes minimales. Après qu'il y ait un consensus sur des normes plus strictes ou une échelle de graduation, moi j'irais plutôt dans ce sens-là. - Des petits incitants fiscaux pourraient être utilisés mais cela ne doit pas être un élément principal, uniquement peut être avec pour vocation de pousser les indécis. - Il existe une échelle de risque pour les fonds, pourquoi ne pas le faire pour l'ISR ? - Un label peut être une solution s'il a une certaine notoriété qu'Ethibel par exemple n'a pour le moment pas suffisamment que pour être recherché par les investisseurs. - Malheureusement le jeu des oppositions fait que ce qui a été fait est ensuite démonté alors qu'il y a des idées qui sont bonnes et qui devraient être à garder sur le long terme.
O. Mortier Degroof-Petercam	- On espère aussi plus de réglementation sur le sujet, cela peut clairement aider. - Je reste positive sur l'émergence de ce qu'on voit en France, le label unique public qui va conduire, je l'espère, à certains incitants de la part des autorités publiques. Si on pouvait voir la même chose en Belgique ce serait pas mal. A partir du moment où il y a une sorte de label, une uniformisation et des incitants fiscaux on va tous aller dans la même direction. - Il y a peut-être des risques que l'investisseur s'éloigne de l'ISR mais pas parce qu'il ne serait pas encadré. Plutôt en cas de scandale où les clients pourraient se dire que c'était un bel outil marketing des banques.

	- Il ne faudrait surtout pas aboutir à un label, une définition qui se baserait sur une approche unique mais une définition suffisamment précise mais aussi suffisamment large pour englober les différentes approches est nécessaire et désirable. - Pour un cadre national cela devrait être faisable mais un cadre européen serait plus compliqué étant donné les différences de cultures. - Un label payant (comme l'exemple français) représente un biais commercial et une faiblesse du système. - Une norme minimale assez exigeante, oui et qui prendrait en compte les trois critères E, S et G. - Pas une échelle de durabilité. Le problème est que les scorings sont subjectifs et que tout l'univers n'est pas encore couvert (petites capitalisations), ce qui peut aboutir sur un scoring biaisé. Aussi, au plus on publie d'infos, au plus on est supposé sustainable, ce qui est super pour les grosses boîtes qui ont plus facilement la possibilité de faire de beaux rapports où là on peut typiquement tomber dans le green washing.
E. de Callatay Orcadia	- Parfois, des petites capitalisations ne sont pas présentes dans le filtre MSCI par exemple et ne peuvent pas être « déclarées » ISR. - Il y aura aussi des questions plus pratico-pratiques du genre « est ce qu'on va supprimer la TOB ou par exemple la multiplier par 3 ? », il est clair que la multiplier freinerait le développement de l'ISR. - Comme il y a eu un scandale avec les agences de notation il pourrait y en avoir un avec les agences de notation sociétales, ISR. On est pas à l'abri de ça mais une réglementation publique ne protégerait pas. - Je pense que le rôle du législateur n'est pas de contrôler ce que font ceux qui veulent faire mieux mais bien de relever la barre minimale en interdisant certaines pratiques.

	- Je pense qu'il n'est pas souhaitable que des gens se disent éthiques alors qu'ils ne le sont pas mais ça ne me semble pas être une préoccupation majeure parce que je pense qu'aujourd'hui l'offre ISR qu'on trouve en Belgique est réellement ISR, hors exceptions. - Aujourd'hui la BCE incite les Etats à investir dans des obligations notées BBB plutôt que BB mais le rating n'est pas donné par une agence publique, c'est Standard & Poors, MSCI, ... Donc aujourd'hui la législation se base sur des notations données par des acteurs externes et je pense plus à ce genre de chose, qu'on dise par exemple « MSCI donne tous les gages de sérieux donc si c'est eux c'est ok, c'est compliant ». - Je ne pense pas qu'il faille faire des cadeaux fiscaux à l'ISR. - On pourrait être dans une solution européenne où c'est l'Europe qui détermine ce qui est ISR ou non, mais il y a encore beaucoup de choses à faire en Europe donc je ne vois pas cela venir. - Une échelle ISR est difficile à concevoir.
B. Bayot Financité	- Les pouvoirs publics ont une responsabilité qu'ils n'assument pas aujourd'hui. - C'est un facteur qui selon moi permet de donner une meilleure confiance car beaucoup d'investisseurs ne font pas confiance à l'auto labellisation éthique du banquier, si c'est une instance neutre je pense que c'est de nature à renforcer la confiance et l'attrait pour ce genre de produits. - Modifier l'incitant fiscal actuel du troisième pilier reçu sans conditions est envisageable, il pourrait être octroyé sous certaines exigences en termes de CO2 par exemple pour aider la Belgique à atteindre ses engagements internationaux sans coûter de l'argent supplémentaire. - Une intervention du gouvernement pourrait mener à des chiffres et une qualité sensiblement supérieurs.

	- Au niveau de la mise en place d'un tel label j'ai du mal à imaginer la banque nationale ou la FSMA ouvrir tout à coup un département à cette fin mais pourquoi pas. Ou alors, un appel d'offre public pour des agences de notation ou des structures qui ont cette capacité là sur base d'un cahier des charges fixé par l'état, ce serait imaginable. - Il existe un risque que les investisseurs se détournent de l'ISR si celui-ci n'est pas encadré, déjà aujourd'hui la confiance n'est pas au top mais imaginez si un scandale se produit... - Le secteur n'est pas particulièrement demandeur, en règle générale les secteurs financiers et privés n'aiment pas la normalisation publique. - Je vois mal l'Europe devenir proactive dans un futur proche sur ce genre de sujet. - Si on réfléchit un petit peu on voit qu'il n'y a pas une seule méthode et il faut faire un choix, il est clair que chaque approche a ses forces et ses faiblesses et on peut trouver des dizaines de méthodes différentes qui seront probablement aussi valables les unes que les autres.
D. Coeckelbergh New B	- Je ne suis pas sûr qu'une réglementation serait forcément une bonne chose. - Pourquoi pas des incitants fiscaux pour des Green Bonds ou Social Impact Bonds par exemple, si c'est défiscalisé les banques le proposeraient, c'est évident. D'ici 2030 cela devrait quand même être mis en place par un ou l'autre ministre intelligent. - Je ne suis pas convaincu à titre privé que ce cadre doit être mis en place, je serais plutôt pour une amende très salée si la transparence n'est pas assez élevée. - Je ne pense pas que cela va se produire, s'il y a un nouvel encadrement les banques vont devoir modifier leurs fonds existants, on va donc sanctionner ceux qui ont mis en place des fonds ISR car ils vont devoir tout changer. Alors que celui qui n'a rien fait pourra simplement en créer en accord avec la réglementation.

	- Une norme minimale ne changerait pas grand-chose car c'est dans l'offre concrète de l'agence que la réalité se passe. En effet ce n'est pas parce qu'on ne peut pas nommer quelque chose comme étant ISR que le vendeur ne pourra pas dire que c'est quand même un fonds très responsable qui est proche des valeurs du clients, bref sans utiliser le mot ISR. D'où l'importance de transparence pour ceux qui veulent savoir, ceux qui n'y réfléchissent pas pourront toujours se faire rouler comme expliqué ci-dessus. - Pour moi, des dizaines d'organisations peuvent faire leur propre norme et publier un maximum sur les fonds et dire pourquoi selon eux certains ne sont pas ISR. Je préfère ce système car imaginez qu'un fonds réponde aux normes alors qu'il y a des « saloperies » dedans, que vaut encore la norme ? - L'introduction d'une échelle ISR serait trop complexe, rien qu'au niveau de l'exclusion il existe une centaine de possibilités, l'engagement actionnarial serait lui-aussi difficile à évaluer. - Comme un fonds Ucits, par exemple commercialisé en France, peut par simple notification être commercialisé en Belgique, il faudrait que la norme soit réalisée au niveau européen.
--	--

Proposition 6 : « La capacité pour les organismes financiers proposant des produits ISR de démontrer, d’une part, son impact extra-financier ainsi que de former, d’autre part, ses employés par rapport à cette thématique représentent des enjeux majeurs quant à l’évolution de ce type d’investissement »

J. Closon BNP Paribas Fortis	- Parmi les acteurs sur le marché, beaucoup proposent des fonds ouverts mais il y a actuellement très peu d’évaluation de l’impact, hormis chez Triodos. C’est un aspect à développer mais qui n’est pas encore approprié au réseau retail car il présente moins de liquidité et un horizon plus long, c’est donc un catalogue pour de personnes ayant plus d’argent. - Ça doit être le changement dans les prochaines années, que les institutions financières conscientisent les clients sur le fait qu’il est possible d’obtenir du rendement ainsi que d’avoir un impact positif sur la société. - On ne peut pas imposer l’ISR à tous nos clients mais aujourd’hui nous proposons d’abord ce type de produits lors d’entretiens conseils. - Le fait de pouvoir développer des rapports d’impact précis pour les investissements cotés sera un grand pas en avant pour l’ISR, cela parlera beaucoup plus aux clients qui demandent un impact direct et mesurable. - Les investisseurs ne sont actuellement pas « éduqués » à l’ISR, c’est pour ça que nous même avons dû commencer par éduquer nos commerciaux en leur expliquant ce qu’est l’ISR et ce qu’il peut apporter au sein de notre clientèle, ce n’est qu’à partir de ce moment-là qu’eux savent aller l’expliquer aux clients.
S. Lavergne O. Gillet Van Lanschot	- Pour être honnête, on ne peut pas dire que tout le monde chez Van Lanschot soit familier avec la méthode, on doit parfois donner un peu de formation aux banquiers qui nous appellent parfois pour avoir plus d’informations.

E. Florin Triodos	- Le fait de pouvoir donner des exemples concrets ça parle au client, l'évaluation de cet impact, c'est vraiment ce qu'on travaille beaucoup. - Maintenant les investisseurs et plus spécifiquement les particuliers les plus fortunés sont intéressés par une bonne compréhension des choses et se dirigent aujourd'hui vers de l'impact investing ainsi que vers la philanthropie. - Il y a aussi une tranche importante d'investisseurs qui ne pensent qu'au rendement et se focalisent particulièrement sur le rendement à court terme alors que l'ISR a une vocation évidemment d'investissement à long terme.
O. Mortier Degroof-Petercam	- Il existe un manque d'éducation et d'information de la clientèle, certains Private Bankers ont eux-mêmes encore une vision biaisée de l'ISR et pensent que la diversification et le return sont moindres, que c'est une niche. - Vers l'impact il existe aussi des choses mais qui ne sont pas disponibles pour le retail, c'est plutôt des tailles de type private equity. Le client aimerait aussi savoir en quoi exactement il aide la planète en investissant dans des fonds sustainable. - C'est aussi à tout ce qui est agences à éduquer les clients. - On va quand même finir par démonter ce préjugé comme quoi l'ISR coûte de la performance. Il faut sortir du mythe fonds éthique dans le sens « fonds catholique » par exemple, cela a beaucoup évolué et on est bien au-delà de juste exclure certains secteurs, le tabac, l'énergie fossile. - Il y a là deux types de clients, vraiment liés à la taille de la fortune et je pense que le gros client privé va se tourner vers l'impact et même vers la philanthropie. Le client plus petit lui doit chercher un fonds qui répond à certaines de ses valeurs. - Est-ce que l'impact positif sera mesurable demain ? J'ai des doutes là-dessus car il est compliqué d'obtenir quelque chose de représentatif.

E. de Callatay Orcadia	- Aujourd'hui on dispose d'informations rétrospectives sur les performances de fonds ISR et on voit que quand on fait de l'ISR best-in-class on peut réduire la volatilité, c'est effectivement une manière de réduire le risque, ce qui se comprend aisément notamment à travers le risque réputationnel, de claims, de procès. Quand on dit aux investisseurs qu'ils évitent des risques de réputation, ça ils comprennent. - L'impact investing c'est différent dans la mesure où on met dedans des choses différentes selon que vous acceptez d'abandonner beaucoup de rendement ou pas et mon sentiment aujourd'hui est que les gens ne sont pas disposés à abandonner beaucoup de rendement, j'y crois donc moins, pas sur le plan de la qualité mais bien sur celui du succès commercial.
B. Bayot Financité	- Un quart des investisseurs intéressés par l'ISR ne s'est pas vu proposer ce type d'investissement par son banquier.
D. Coeckelbergh New B	- Dans la majorité des cas les agences locales ne sont ni formées, ni aptes, ni dans beaucoup de cas, vraiment motivées pour offrir cela d'une manière professionnelle. - Je considère d'après les récentes études que la meilleure performance de l'ISR est prouvée, et ce sans tenir compte de l'impact de l'ISR sur la société qui fait que par définition investir dans des entreprises ISR devrait diminuer la facture de la sécurité sociale par exemple et donc les impôts de chacun. - Si la direction forme les vendeurs, leur explique que c'est essentiel dans la stratégie et rémunère ses vendeurs au moins de la même façon quand ils vendent ISR ou non ISR et donne des cours de vente de produits ISR à ses vendeurs, ce qui a été fait à la BACOP, et si cela est fait systématiquement pendant quelques années, on verra que la distribution de l'ISR changera totalement. - Beaucoup de vendeurs ne font pas l'effort de le proposer car ils ne le connaissent pas, n'en ont pas ou pensent que ça complique la relation et donc n'en parlent pas.

Proposition 7 : « Les alternatives à l'ISR bancaire vont continuer à se développer et pourraient être de plus en plus considérées par les investisseurs retail si les banques n'évoluent pas vers plus transparence et de RSE »

J. Closon BNP Paribas Fortis	- Des solutions d'investissements avec un impact plus local sont à développer mais les risques ne sont pas encore quantifiés. Pour le moment on se contente d'investissements cotés. Cela parlerait plus aux investisseurs de se dire qu'ils soutiennent la société au bout de leur rue qui a une approche éthique et durable. Avoir la possibilité d'investir dans du non coté aux côtés des investissements plus classiques serait une réelle plus-value pour les banques. - Il existe beaucoup de plateformes de crowdfunding, de coopératives, de business angels axés sur des solutions avec plus d'impact local qui sont aujourd'hui très difficile à mettre en place dans le milieu bancaire. - Beaucoup d'ONG ont un impact important aujourd'hui, elles mettent régulièrement en évidence les manquements éthiques aux yeux du grand public et pénalisent ainsi les sociétés incriminées. On peut notamment citer l'exemple de Nestlé qui, las de recevoir des feed-back négatifs a décidé de travailler avec les ONG pour s'améliorer sur le plan RSE. - On voit de plus en plus cette connotation locale et un rejet des multinationales qui est beaucoup plus ancrée dans les mentalités aujourd'hui qu'il y a quelques années.
S. Lavergne O. Gillet Van Lanschot	- Il ne faut pas sous-estimer la créativité des banques, presque toutes les plateformes de crowdfunding sont dans les mains d'une ou l'autre grande banque. Cela ne reste jamais des initiatives indépendantes, ce sera toujours repris par une « force majeure » du secteur. - Concernant les crédits que la banque octroie à des sociétés, il est aussi important de savoir ce que la banque fait avec l'argent que l'on dépose, à qui elle octroie ses crédits ? Si par exemple j'ai Total sur ma liste d'exclusion

	pour les investissements et que je lui octroie un prêt bancaire, c'est un peu hypocrite, il faut aussi regarder ce qui se passe dans le bilan de la banque. - Il y a eu énormément de progrès ces 10 dernières années en termes de Green Washing, à l'époque tout ce qui « ne faisait » pas de mal était étiqueté ISR.
E. Florin Triodos	- Il devrait toutefois y avoir une délocalisation des investissements vers l'entrepreneuriat local, l'économie réelle et l'économie positive. - Je pense que cela correspond à des attentes, des publics et des montants différents. Mais je pense que l'un n'exclut pas l'autre. Il y a un certain nombre d'investisseurs, même fortunés qui ne veulent pas investir dans les marchés financiers et vont plutôt privilégier ce type d'investissements (crowdfunding, coopératives) pour lequel il n'existe aujourd'hui pas de réponses suffisantes sur les marchés. - On pourrait imaginer que cela fasse partie de l'offre bancaire mais cela reste compliqué car le régulateur belge est particulièrement pointilleux sur le sujet. - Il faut garder une certaine cohérence chez les banques, dans la façon dont des banques proposent quelques fonds ISR et à côté de ça des centaines de fonds qui sont loin d'être ISR. - On a actuellement beaucoup de demandes pour relocaliser les investissements, investir dans des entreprises de sa région, dans des projets qui nous parlent, nous concernent et pour cela il n'y a pas encore d'outils bien déterminés.
O. Mortier Degroof-Petercam	- Au niveau du crowdfunding, je crois que les gens financent les projets plutôt parce qu'ils ont une affinité pour le projet en question plus que par attente de rendement. - Pour les coopératives à finalité sociale, le profil du client n'est pas le même, c'est quelqu'un qui veut financer des projets spécifiques et donc c'est plutôt une concurrence à tout ce qui est impact.

	- Je ne sais pas si ces alternatives pourraient être intégrées dans l'offre aux particuliers car il faut quand même rappeler MIFID qui est quelque chose qui met beaucoup de lourdeur administrative et ne rend certainement pas ce genre de choses possibles. - La transparence est essentielle, tant que l'approche est cohérente avec ce qu'il y a dans le portefeuille ce n'est pas du green-washing. - Partout, les sociétés civiles sont de plus en plus demandeuses de plus de transparence, de « Qu'est-ce que j'achète réellement en fait ? ». - Je n'ai pas l'impression qu'il y ait une opacité sur les produits, mais il est vrai qu'il n'est pas évident de trouver l'information.
E. de Callataÿ Orcadia	- Il y a des choses concurrentes qui vont émerger. C'est aussi la question de la désintermédiation, ça va avoir tendance à se développer car ce sera plus facile demain pour une entreprise d'attirer directement un client plutôt que de devoir passer par la banque, il y aura plus d'investissements directs mais de là à imaginer que les gens consacrent l'essentiel de leur patrimoine de cette manière-là, je ne le crois pas. - Aujourd'hui l'aspect régional est aussi important, ils investiront dans une éolienne dans leur région par exemple mais ne le feront pas au Japon. - Il existe souvent une incohérence entre ISR et CSR, cela peut être par exemple en tarifiant ses fonds beaucoup trop chers, en n'investissant pas dans ce qui est le mieux pour le client, en faisant tourner les portefeuilles parce que ça rapporte, en n'étant pas très en ligne avec le profil de risque de l'investisseur, en se disant ISR mais en encourageant les gens à rouler en voitures de société...

B. Bayot Financité	- Qualitativement oui mais quantitativement non, je pense que le rôle de la banque dans le financement, du crédit bancaire dans le financement de l'économie est quelque chose de prépondérant en Europe, ces éléments vont sans doute croître mais pas concurrencer le marché financier sur le plan quantitatif. - Je ne pense pas qu'il existe une volonté de tromper les gens, c'est selon moi plus les procédures qualitatives qui sont à interroger car quand on donne les résultats de ce type d'analyse qualitative aux gestionnaires certains tombent de leur chaise car ils pensaient de bonne foi avoir une approche responsable. - Je pense que la transparence est nécessaire mais pas suffisante, il faut après qu'il y ait une évaluation objective, indépendante qui soit faite.
D. Coeckelbergh New B	- Même au niveau des ASBL et coopératives on en retrouve des « fausses » avec un fonctionnement capitaliste. - Sur les crowdfunders belges il y en a trois qui tiennent compte des critères ESG sur 40 donc au niveau du volume ce n'est pas énorme, parmi les crowdfunders qui ont du succès aucun ne s'occupe spécialement de l'ISR, Je pense que si les banques continuent à traîner comme elles le font maintenant, si un pro de l'ISR se met au crowdfunding cela pourrait marcher et ça pourrait voler pas mal de volume des banques. - Ce n'est pas la perfection du produit mais bien la transparence qui compte selon moi, dans l'ISR c'est vraiment là où il y a manque de transparence que le green-washing commence.

Executive summary

Socially responsible investments (SRI) have become increasingly popular these last years in the banking sector. However, it is still quite difficult to determine what this market will look like in the future and which are the major issues that will impact it.

The purpose of this study is to focus on retail investors and provide a clearer view of what the Belgian SRI banking market will look like by 2030. To that end, we will attempt to provide answers to questions such as: How is the Belgian SRI banking market going to evolve in the future? Which investors are typically going to be interested in SRI? What are the main challenges that the market faces?

In order to conduct this research, we firstly carried out an inventory of scientific researches that had been made on the topic so that we can provide a better understanding of the subject and formulate assumptions based on this literature review. Then, we interviewed several experts related to the Belgian SRI market with a view of linking the information gathered during this qualitative approach with the previously formulated assumptions. Finally, we highlighted some issues and trends with a view of providing several managerial recommendations for the Belgian banking sector.