

ANNEXE II

LES ENJEUX FINANCIERS

Même si dans certains cas cet indicateur n'est que partiellement pertinent, l'évaluation de la situation et de l'évolution prévisible des enjeux financiers permet de mieux mesurer l'importance des critères socialement responsables dans les choix d'investissement et dans les modalités de gestion de portefeuille. Si les ordres de grandeur sont désormais bien connus notamment pour ce qui concerne les investissements socialement responsables, ces évaluations souffrent bien souvent d'imprécisions liées aux difficultés de définition du concept (cf. annexe I). Il est effet tentant de regrouper sous le vocable fonds éthiques des investissements aux objets relativement diversifiés. Il est en revanche plus délicat d'évaluer avec précision les sommes affectées à la finance solidaire même si celles-ci semblent faibles. Paradoxalement, les tendances futures apparaissent plus aisées à discerner, notamment en France, du fait des textes récents encourageant la finance éthique et la finance solidaire.

I. LES DONNEES ACTUELLES

A. La finance socialement responsable

1. Des données difficiles à appréhender

Une récente étude de l'ORSE¹ (Observatoire de la Responsabilité Sociétale des Entreprises) met en évidence l'ambiguïté des chiffres avancés en matière d'investissement socialement responsable notamment aux Etats-Unis. En effet, ce pays est un précurseur en matière d'investissement éthique fondé sur des critères négatifs d'exclusion, mais ce n'est que récemment qu'il s'est orienté vers des investissements fondés sur des critères positifs (« meilleur du secteur »), alors que ceux-ci sont largement utilisés en Europe, même si des filtres d'exclusion demeurent. En conséquence, la comparaison des situations américaines et françaises n'est pas pertinente pour deux raisons principales :

- les critères d'investissement ne sont pas similaires avec notamment un usage généralisé des exclusions sectorielles aux Etats Unis et l'assimilation à l'ISR (investissement socialement responsable) de l'activisme actionnarial ;
- les modalités d'épargne sont différentes notamment en raison du poids des fonds de pension aux Etats-Unis.

La mission n'a pas été en mesure, au vu des données communiquées, de discerner clairement dans le montant des investissements socialement responsables, ceux qui ne relevaient que de l'exclusion, parfois extrêmement simplistes, et ceux correspondants à une analyse élaborée du comportement socialement responsable des entreprises. Cet exercice est en lui-même complexe dans la mesure où le curseur est difficile à positionner pour certains fonds cumulant à la fois des approches d'exclusion et des éléments d'analyse positive.

L'analyse même de l'évolution des encours placés est également délicate dans la mesure où la baisse des cours en 2001 a particulièrement affecté certains portefeuilles. Cette situation concerne notamment les portefeuilles socialement responsables souvent très présents dans le secteur des nouvelles technologies.

¹ Situation de l'investissement socialement responsable dans le monde au 1^{er} janvier 2002.

Ici encore, faute d'analyse fine des portefeuilles, il n'est pas possible d'effectuer des analyses « à cours constant » permettant de mieux approcher la tendance du marché ISR. Cet exercice aurait néanmoins ses limites, dans la mesure où le cours de l'action et l'évolution du marché demeurent, même dans les portefeuilles ISR, un élément fondamental d'analyse du risque et du choix d'investissement et qu'il n'est pas possible de reconstituer a posteriori les anticipations des analystes.

2. Les sources

La situation des fonds d'investissement responsable a fait l'objet de plusieurs études aux résultats parfois divergents. Il convient donc d'examiner ces données avec précaution. Néanmoins, toutes ces études mettent en évidence une forte croissance des encours.

La situation en Europe a fait l'objet d'une étude récente par un collectif d'acteurs européens, le SIRI groupe². L'étude a concerné 17 pays³ dont trois⁴ ne comportaient aucun fonds correspondant aux standards de l'étude. Elle a porté sur les fonds ayant les caractéristiques suivantes :

- l'utilisation de critères sociaux et environnementaux pour la composition du portefeuille d'investissement ;
- l'affichage par les gérants d'une politique d'investissement socialement responsable ;
- des fonds ouverts au public⁵ (investisseurs privés).

Les données reprises dans cette étude n'incluent donc pas :

- les fonds de partage dont une partie des revenus ou des commissions est reversée à des causes humanitaires ;
- les fonds spécialisés dans l'investissement dans les technologies de l'environnement (traitement de l'eau par exemple) ;
- les fonds à destination des investisseurs institutionnels.

Par ailleurs, la localisation géographique pose parfois des problèmes. En effet, l'étude attribue à un pays un fonds dès lors que son initiateur y est implanté, alors même que le fonds peut être commercialisé dans d'autres pays.

La situation aux Etats-Unis, pour sa part, fait l'objet d'une étude annuelle de l'US SIF, dont les résultats ont été repris par les principaux acteurs européens (ORSE, le Forum de l'Investissement Responsable Français, CSR Europe). L'approche de l'US SIF est très large dans la mesure où l'organisation retient l'ensemble des fonds utilisant des critères de sélection non exclusivement financiers et les fonds d'activisme actionnarial.

² « *Green, social and ethical funds in europe 2001* », Avanzi, Caring Company, Centre Info, Fundacion Ecologia Y Desarrollo, PIRC, Scoris, Stock at Stake, Triodos Research, Siri Group en coopération avec Euronext et CSR Europ, janvier 2002.

³ Autriche, Belgique, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Italie, Norvège, Pologne, Espagne, Suède, Suisse, Pays-Bas, Royaume-Uni, Portugal, Grèce, Irlande.

⁴ Portugal, Grèce, Irlande.

⁵ Il s'agit essentiellement des OPCVM (SICAV et FCP) qualifiés de Mutual Funds aux Etats-Unis. Ils se distinguent de la gestion pour compte de tiers (fonds de pension par exemple). Ils sont ouverts à la clientèle des épargnants privés.

Le travail de l'US SIF a récemment été prolongé par une étude de CERULLI Associates qui, en utilisant des critères plus sélectifs, a tenté de donner un éclairage sur la situation mondiale de l'investissement socialement responsable.

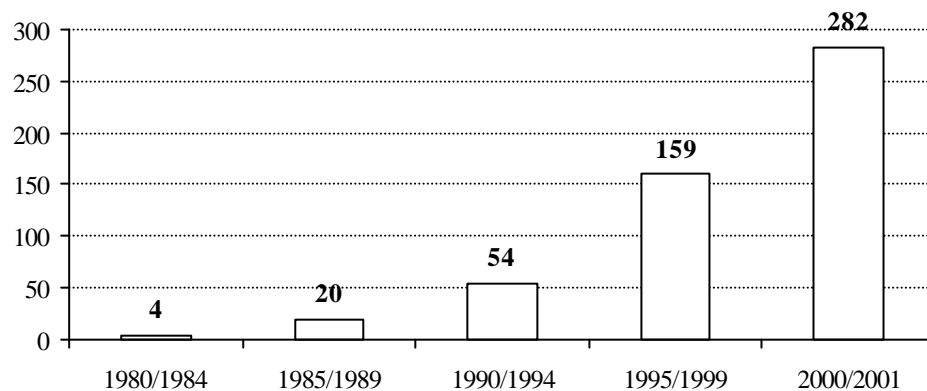
La mission a par ailleurs eu recours à des données émanant directement d'acteurs du secteur (gestionnaires de fonds et associations professionnelles notamment).

3. La situation en Europe

a. L'évolution du nombre de fonds en Europe

Comme le montre le graphique suivant, l'étude met en évidence une croissance rapide du nombre de fonds en Europe.

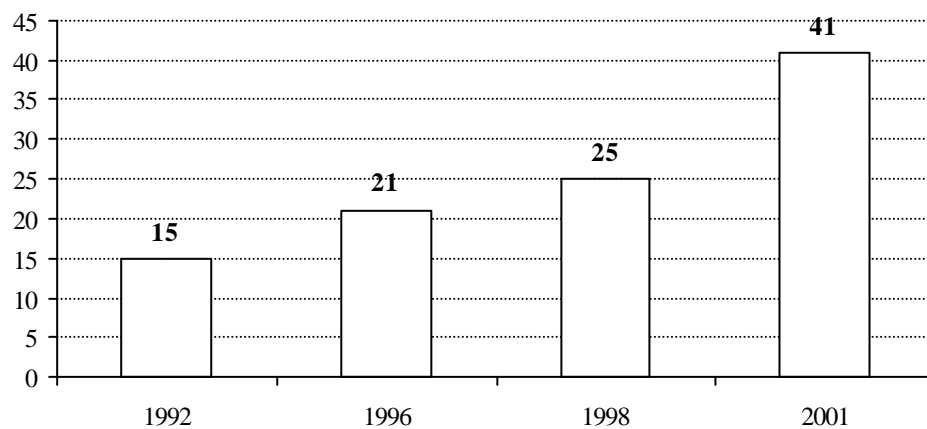
**Nombre de fonds cumulés sur la période
(estimation pour 2001)**



Source : SIRI Group/Avanzi avec la participation de CSR Europe et de Euronext

Cette progression du nombre de fonds est confirmée par une étude de l'IMA⁶ portant sur le Royaume-Uni.

Nombre de fonds éthiques au Royaume-Uni

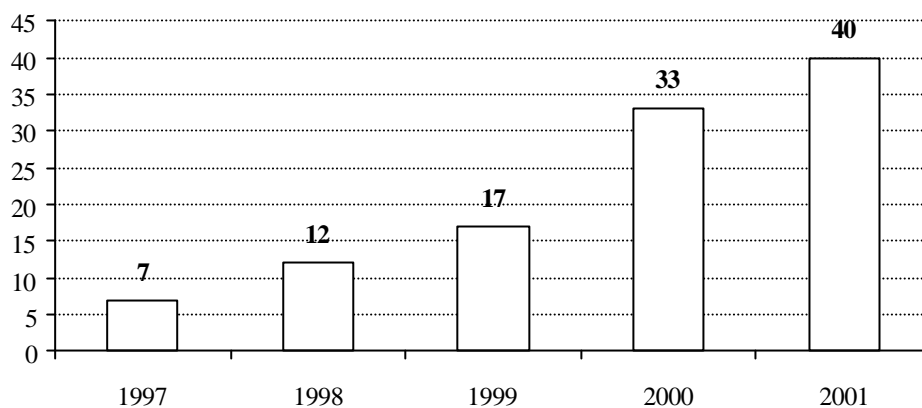


Source : IMA Unitrack Database

⁶ Investment Management Association, association de gestionnaires de fonds au Royaume Uni.

La situation est identique en France avec notamment une forte progression depuis 1999, comme le montre le graphique ci-dessous.

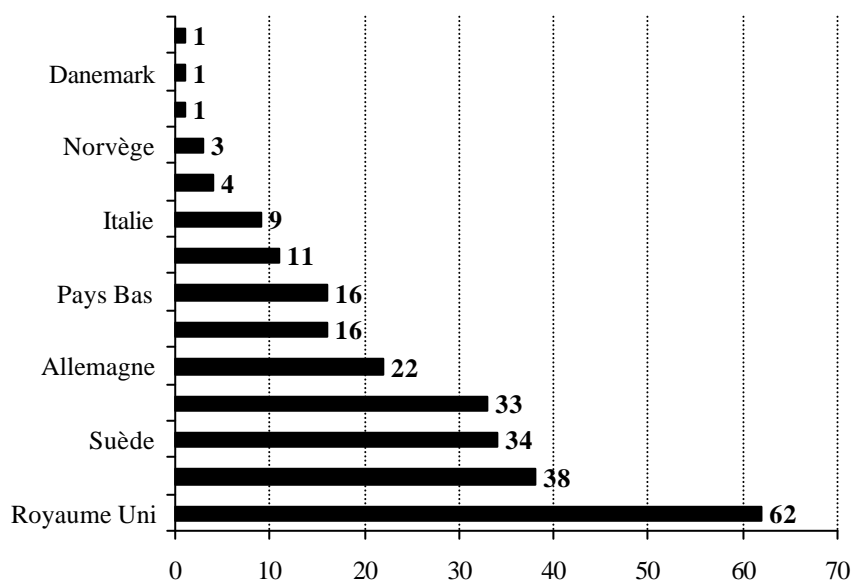
Nombre de fonds socialement responsables en France



Source : ORSE et AFG ASFFI et NOVETHIC pour 2001

La ventilation par pays met en évidence des différences sensibles avec notamment une prédominance du Royaume-Uni.

Nombre de fonds par pays



Source : SIRI Group/Avanzi avec la participation de CSR Europe et de Euronext

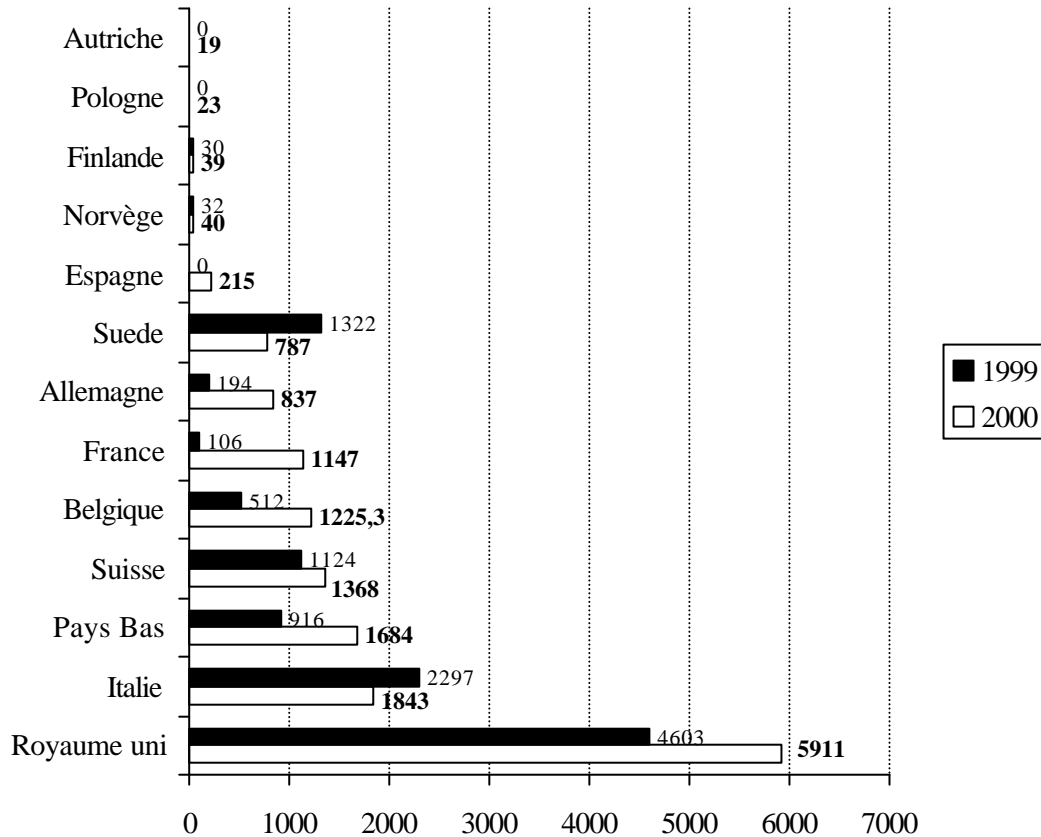
On observe une nette différence entre les évaluations de l'IMA et du SIRI Group pour le Royaume-Uni. A l'analyse, il apparaît que le recensement de l'IMA est plus restreint dans la mesure où il ne prend en compte que les fonds du secteur bancaire au sens strict alors que le SIRI group retient des fonds commercialisés par tous les établissements financiers.

b. La capitalisation en Europe

→ La capitalisation totale

Au terme de l'étude du SIRIGroup, l'évolution de la capitalisation des fonds ISR s'établit comme suit.

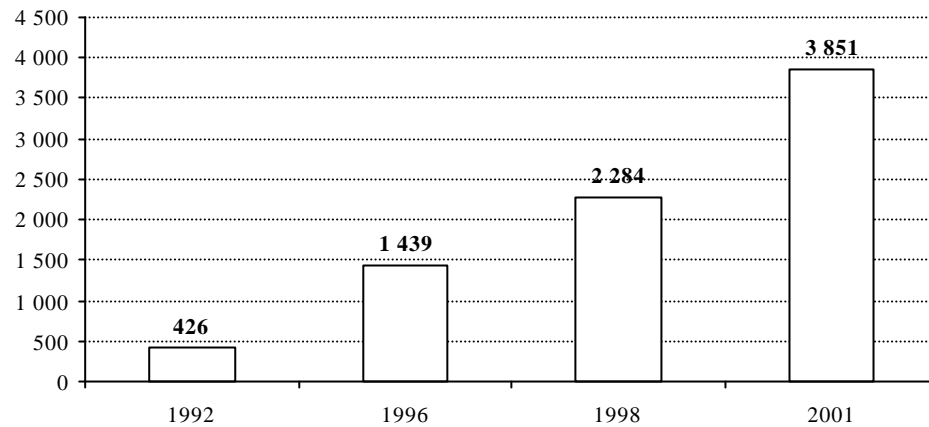
Capitalisation sur fonds SRI en millions d'euros



Source : SIRI Group/Avanzi avec la participation de CSR Europe et de Euronext

Si on observe une érosion dans certains pays d'Europe comme l'Italie et la Suède sans qu'il soit possible de savoir si celle-ci est due à une décollecte ou à une baisse des cours de la bourse, la tendance à l'augmentation de la capitalisation des fonds ISR se confirme. La progression est particulièrement sensible en France et en Allemagne, mais le Royaume-Uni qui dispose de la capitalisation la plus importante, voit son marché continuer à progresser. Cette évolution est confirmée par les données de l'IMA comme le montre le graphique suivant.

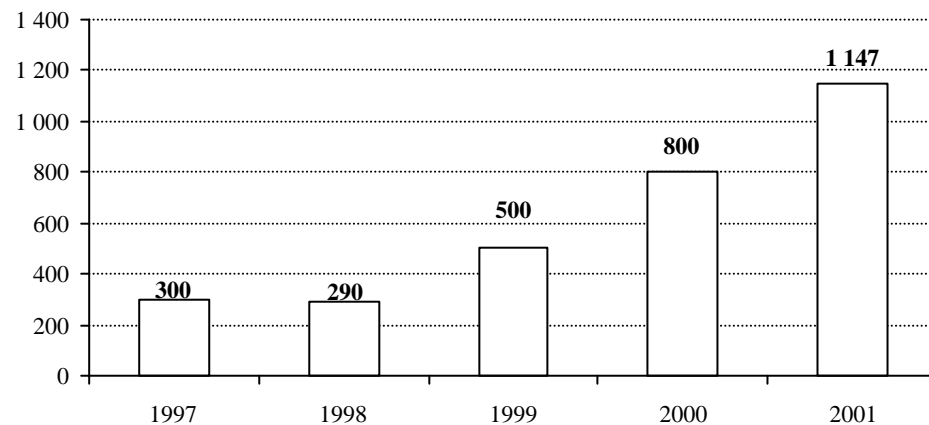
Capitalisation en millions d'euros



Source : IMA Unitrack Database

La progression en France est également importante avec une capitalisation dépassant désormais un milliard d'euros.

Capitalisation en millions d'euros



Source : ORSE, AFG ASFFI et SRI Group pour 2001

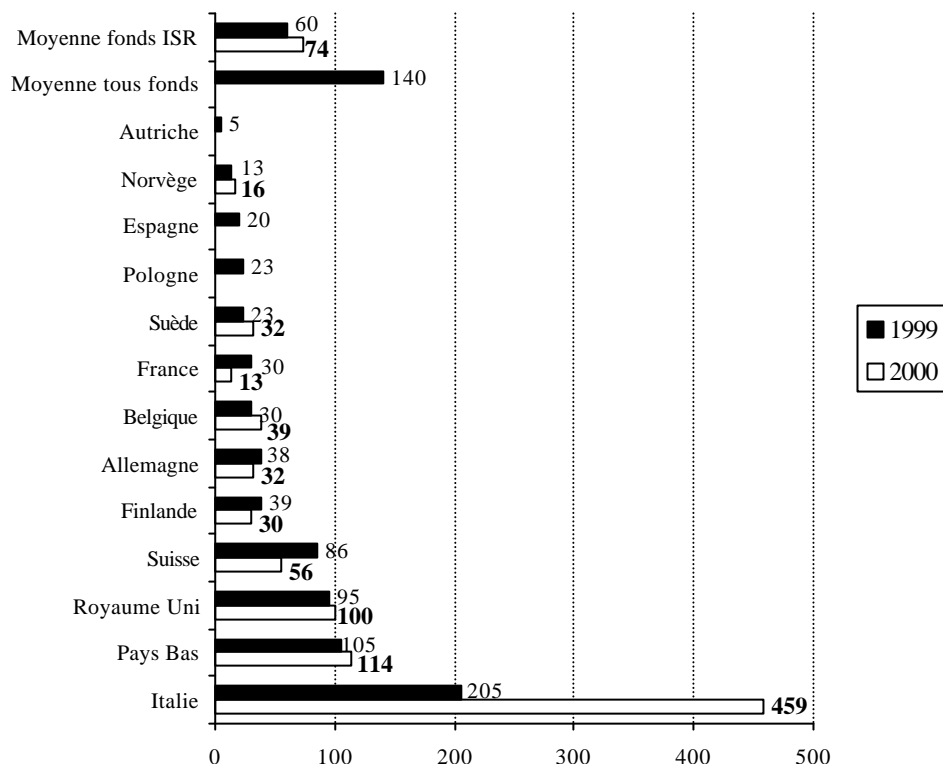
La situation en France fait néanmoins l'objet d'analyse relativement divergentes. En effet, le SIF français⁷ évalue la capitalisation totale en 2001 à 900 M€ CERULLI l'estime à 1 000 M€ le SRI group à 1 100 M€ et CSR Europe à 1 900 M€

→ La capitalisation moyenne

La capitalisation moyenne en Europe des fonds demeure faible y compris au Royaume-Uni qui connaît pourtant le plus fort développement de l'épargne socialement responsable. Seule l'Italie a des fonds d'une taille significative comme le montre le graphique ci-dessous.

⁷ SRI in Progress, Eric Loiselet.

Capitalisation moyenne des fonds ISR en millions d'euros



Source : SIRI Group/Avanzi avec la participation de CSR Europe et de Euronext

4. La situation aux Etats Unis

Des données communiquées par la société Morning Star, il ressort qu'au 31 janvier 2002, il existait aux Etats-Unis 73 fonds⁸ à orientation socialement responsable. Ce total comprend néanmoins des fonds directement orientés vers la finance « communautaire » comme le « Domini Social Bond » et des fonds reposant sur des critères d'investissement très spécifiques comme le « Women's Equity » qui retient comme unique critère la place des femmes dans les entreprises.

Pour sa part, l'US SIF⁹ a publié en novembre son quatrième rapport sur les tendances de l'investissement socialement responsable aux Etats Unis. Selon ce rapport, la crise que rencontrent les marchés n'a pas remis en cause la croissance de l'investissement socialement responsable. Les encours de portefeuilles analysés à l'aide de critères socialement responsables et gérés par des professionnels de la gestion d'actifs ont crû de plus d'un tiers entre 1999 et 2001 pour atteindre pour la première fois les 2 000 milliards de \$, soit 2 325 milliards d'€. Le taux de croissance de l'encours géré est de 36% soit 1,5 fois de plus que la croissance des encours totaux (22%).

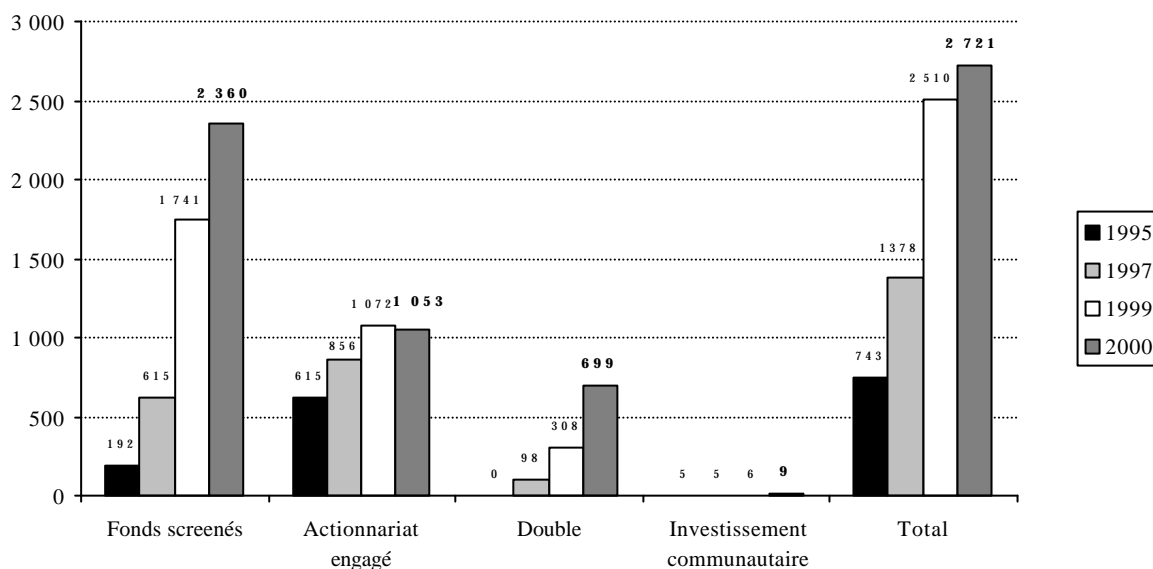
⁸ Il s'agit de Mutual Funds équivalents à des OPCVM.

⁹ Social Investment Forum.

Le rapport 2001 de l'US SIF montre que le total des encours des portefeuilles « screenés » à l'aide de critères socialement responsables est passé de 1 741 milliards d'€ en 2000 à 2 388 en 2001. Ces chiffres regroupent les OPCVM¹⁰ et les fonds gérés pour compte de tiers concernant les particuliers et les institutionnels. A ce chiffre, l'US SIF ajoute les fonds gérés dans une optique d'activisme actionnarial pour arriver à un total de 2 753 milliards d'euros, soit 12,5% de l'encours géré aux Etats Unis.

Le graphique ci-dessous présente l'évolution depuis 1995.

Evolution de la capitalisation des fonds ISR



En milliards d'euros source US SIF

5. Les comparaisons internationales

a. La capitalisation

Les montants gérés aux Etats-Unis sont nettement supérieurs à ceux observés en Europe. Il convient toutefois de relativiser cette conclusion pour trois raisons :

- les données de l'US SIF concernent l'ensemble des investisseurs et notamment les particuliers, les fonds de pension, les institutions religieuses, les organisations sans but lucratif, les universités, les fondations. A contrario, et notamment en France, les données concernent exclusivement les fonds destinés aux particuliers ;
- les données de l'US SIF incluent les fonds se rapportant à l'activisme actionnarial. Or ce dernier point n'est pas forcément lié à une approche socialement responsable ;

¹⁰ Mutual Funds.

- les fonds « screenés » reposent fréquemment sur des critères d'exclusion sectorielle (tabac, alcool). Ces exclusions ne sont pas forcément motivées par des critères sociaux ou environnementaux. A titre d'illustration, l'industrie du tabac est fréquemment écartée des choix d'investissement des gérants de portefeuille car ce secteur est peu porteur. L'US SIF le souligne d'ailleurs en indiquant que le tabac est un secteur où les considérations sociales et environnementales se rejoignent.

En outre, l'étude menée par CERULLI Associates¹¹ relativise quelque peu les chiffres américains. Selon ses termes, « évaluer la taille du marché des investissements socialement responsables est un exercice difficile... car il est facile d'être vert, il suffit de dire que vous l'êtes ». CERULLI critique également la prise en compte des fonds d'activisme actionnarial car beaucoup d'entre eux utilisent ce moyen pour des raisons purement financières.

De même CERULLI Associates est réservé sur l'implication réel des gestionnaires de fonds qui utilisent notamment des éléments de filtrage négatif. En conséquence, il a volontairement limité son étude aux fonds qui affichaient explicitement leurs objectifs socialement responsables.

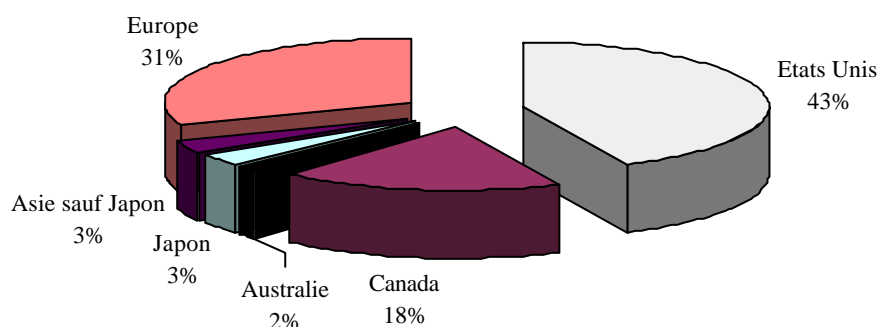
Les conclusions de l'étude sont reprises dans le tableau suivant.

	OPCVM	Investisseurs institutionnels	Total
Etats-Unis	16	1 570	1 586
Canada	7	38	45
Australie	1	1	1
Japon	1	1	2
Asie sauf Japon	1	1	2
Europe	12	44	56

En milliards d'Euros, source Cerulli Associates (estimation à juin 2001)

Les résultats obtenus permettent de relativiser les comparaisons habituellement effectuées entre l'Europe et les Etats-Unis. En effet, s'agissant des OPCVM, la position de l'Europe n'est pas fortement éloignée de celle des Etats-Unis comme le montre le graphique suivant.

Répartition des fonds grand public



En milliards d'euros, source Cerulli Associates (estimation à juin 2001)

Les chiffres avancés par CERULLI pour l'Europe (12 milliards d'euros) divergent légèrement des données du SIRIgroup qui estime à environ 13 milliards d'euros la capitalisation des fonds socialement responsable en Europe. Néanmoins, les ordres de grandeurs sont comparables.

¹¹ "Investing for the future". Cerulli Associates. Septembre 2001.

b. La part de marché des fonds ISR

La part de marché des fonds ISR a fait l'objet d'une enquête en 2000 par l'AFG ASFFI en relation avec les associations nationales de gestion financière.

Les principaux résultats de cette étude sont repris dans le tableau ci-dessous.

Pays	Source	ISR en millions d'USD	ISR en millions d'euros	Part de marché
Etats-Unis	USSIF	2 160 000	2 511 628	13,0%
Etats-Unis	Association des gestionnaires	13 000	15 116	0,4%
Canada	Association des gestionnaires	3 920	4 558	2,6%
Royaume-Uni	Association des gestionnaires	3 650	4 244	0,8%
Japon	Association des gestionnaires	1 500	1 744	0,3%
Belgique	Association des gestionnaires	504	586	0,4%
Luxembourg	Association des gestionnaires	492	572	0,7%
France	Association des gestionnaires	430	500	1,0%
Australie	Allen Consulting Group	300	349	0,7%
Italie	Association des gestionnaires	255	297	< 0,1%
Espagne	Association des gestionnaires	150	174	1,0%
Afrique du sud	Association des gestionnaires	147	171	0,9%
Finlande	Association des gestionnaires	66	77	0,5%

Source : enquête menée en 2000 par l'AFG-ASFFI en relation avec les associations nationales de gestion financière

L'ambiguïté des résultats des Etats-Unis apparaît ici également. En effet c'est la prise en compte des investisseurs institutionnels qui explique que l'ISR représente 13% de la capitalisation totale. Néanmoins, lorsque l'on se cantonne à des comparaisons sur les seuls fonds grands publics, la proportion des fonds socialement responsables diffère peu de celle des autres pays.

6. La rentabilité des fonds socialement responsables

a. Une problématique difficile à appréhender

La rentabilité comparée des investissements socialement responsables par rapport à celle des investissements classiques est une question récurrente soulevée par les épargnants et par les gestionnaires de fonds.

Celle-ci est d'autant plus importante que la priorité des épargnants et des gestionnaires demeure généralement la rentabilité et que l'approche socialement responsable n'est qu'un élément d'arbitrage complémentaire. Par ailleurs, la rentabilité des fonds d'investissement dépend étroitement de la rentabilité des entreprises dans lesquelles ils sont investis ce qui pose la question de l'impact d'une gestion socialement responsable sur la profitabilité de l'entreprise. Ce point renvoie également à des aspects réglementaires dans la mesure où les gestionnaires de fonds¹² assument une responsabilité fiduciaire.

¹² Dispositions de la loi ERISA (Employment Retirement Income Security Act aux Etats-Unis).

Les partisans des investissements socialement responsables considèrent qu'une entreprise qui inscrit son activité sur le long terme, prend en compte les dimensions sociales et environnementale de son action et qui prend garde à la situation de ses parties prenantes (stakeholders) est moins exposée aux risques financiers et économiques et devrait, à terme, avoir une rentabilité supérieure à celle des entreprises moins soucieuses de leur environnement.

A contrario, la prise en compte des facteurs sociaux et environnementaux a nécessairement un coût qui peut peser sur la rentabilité des entreprises par rapport à leurs concurrentes et, dans certains cas, menacer leur viabilité.

b. L'impact sur la rentabilité de l'entreprise

L'impact sur les résultats de l'entreprise d'une politique sociale et environnementale active est généralement considéré comme positif.

Une analyse récente menée à l'université de Harvard¹³ met en évidence une relation très forte entre la gouvernance d'entreprise et le niveau de rentabilité. Les travaux portant sur 1 500 entreprises cotées montrent qu'à une insuffisante prise en compte des droits des actionnaires est associée un faible niveau de profits et des pertes de capital. Cette étude porte néanmoins essentiellement sur les relations entre l'entreprise et ses actionnaires, ce qui correspond à une définition de l'investissement responsable essentiellement anglo-saxonne (cf. annexe I).

Dans leur ouvrage « *A Resource-based Perspective on Corporate Environmental Performance and Profitabilities*¹⁴ », Michael RUSSO et Paul FOUTS tendent à démontrer que les sociétés qui adoptent des standards environnementaux plus stricts que ceux imposés par la réglementation ont une performance financière plus élevée.

c. L'impact sur la rentabilité des placements

→ Les études de l'US SIF

Dans son rapport de 1999¹⁵, l'US SIF présente l'évolution comparée depuis 1990 de trois index, le Domini Social Index 400 (DSI 400 index à vocation socialement responsable), le Citizen's index et le Standard and Poor's 500 (indices classiques). Sur la période analysée, l'indice socialement responsable est régulièrement plus performant que le SP 500 sauf à la fin de l'année 99 où le DSI 400 faiblit légèrement.

→ L'analyse historique des fonds (travaux d'EIRIS)

L'organisme de recherche d'informations EIRIS¹⁶ a analysé l'évolution de cinq catégories de fonds socialement responsables britanniques sur la période 1990/1999 par rapport à l'évolution globale du marché synthétisée par le « FTSE all Share index ».

¹³ « *Corporate Governance and Equity Prices* » Juillet 2001, Paul A. Compers (Harvard Business School, Harvard University and NBER), Joy L. Ishii (Department of Economics Harvard University), Andrew Metrick (University of Pennsylvania and NBER).

¹⁴ Academy of Management Journal, analyse portant sur un échantillon représentatif d'entreprises américaines Vol. 40 N° 3 juin 1997.

¹⁵ Social Investment Forum, 1999 Trends Report « SIF Industry Research Program », publié en France par Terra Nova Conseil.

¹⁶ « *Does Ethical Investment Pay ?* ». EIRIS research and other studies of ethical investment and financial performance 1999.

La première catégorie qui concerne les fonds du «Charitie's Avoidance Index» inclut des fonds reposant sur des critères éthiques conçus pour des organisations caritatives. Ces fonds excluent généralement l'alcool, le tabac, l'armement et la pornographie. Sur la période, ce type de produit suit très largement l'indice de référence et le s'avère même nettement meilleur à partir de fin de l'année 1997.

La deuxième catégorie («Environmental Damage Avoidance Index») se rapporte aux fonds d'investissement fondés sur la préservation de l'environnement qui excluent notamment les industries nucléaires, l'agriculture intensive, les véhicules diesel et incluent des activités de production écologique. Ces fonds ont eu une performance supérieure à l'indice de référence sur l'ensemble de la période et spécialement à partir de décembre 1997, date à laquelle le différentiel atteint plusieurs dizaines de points.

La troisième catégorie («Responder's Index») concerne les fonds dits «responsables» fondés sur des critères positifs incluant notamment l'engagement au profit des quartiers difficiles et des communautés, la transparence, l'égalité des chances, la formation des employés et les relations avec les syndicats. Ces fonds ont plutôt une orientation socialement responsable au sens français du terme. Jusqu'à la fin de l'année 1996, les performances de ces fonds sont modestes et généralement calquées sur celle de l'indice de référence. A partir de cette date leurs performances s'améliorent nettement sans atteindre toutefois les écarts observés pour la deuxième catégorie.

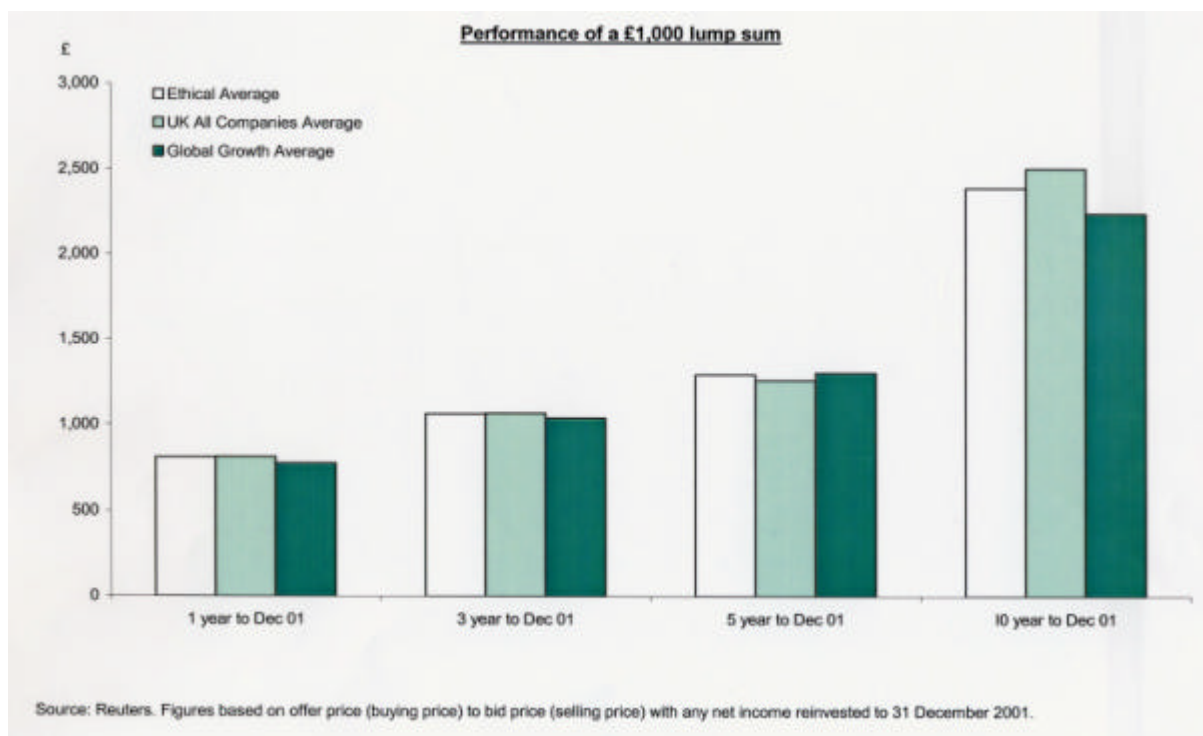
La quatrième catégorie («Ethical Balanced Index») peut être considérée comme la synthèse des trois précédentes. Elle combine des critères négatifs d'exclusion sectorielle et des critères positifs notamment repris par le «Responder's Index». L'univers d'investissement étant plus large, les résultats se rapprochent naturellement fortement de ceux de l'indice de référence.

La cinquième catégorie («Environmental Management Index») correspond à des fonds qui investissent dans des entreprises dont la politique est proactive en matière d'environnement (normes contraignantes en matière de certification et en ayant une attitude volontariste dans leur management). Cet index est le plus petit des cinq et l'univers d'investissement est réduit du fait du faible nombre d'entreprises concernées. Sur la période analysée, ses performances sont nettement moins bonnes que celle de l'indice de référence sauf à partir de 1998 où la tendance s'inverse légèrement.

De l'analyse effectuée par EIRIS, il ressort que les fonds éthiques, sociaux et environnementaux ont des performances supérieures à l'index de référence sur la période analysée. Toutefois, cette observation ne se vérifie pas pour les index étroits dont l'univers d'investissement est réduit, ce qui diminue les possibilités d'arbitrage des gestionnaires de fonds et accroît les risques sectoriels.

→ Une tendance confirmée par l'analyse des gestionnaires de fonds

Les analyses précédentes ont généralement été conduites par des acteurs directement impliqués dans l'investissement socialement responsable. L'IMA, association de gestionnaires de fonds britanniques a également conduit une étude de la rentabilité des fonds éthiques sur 10 ans. Le graphique ci-dessous reprend les résultats de cette analyse.



Il apparaît que, pour une livre investie, les résultats des fonds éthiques sont comparables à celles des fonds classiques. Cette analyse confirme les précédentes en montrant que l'utilisation de critères éthiques dans la politique d'investissement n'a pas d'influence négative sur la performance.

→ L'analyse de KBC¹⁷

KBC a procédé à une analyse comparative de l'évolution des valeurs socialement responsables depuis 1995 en comparant l'évolution de trois indices socialement responsables par rapport aux indices classiques pour la période 1996-2000.

Indice durable/benchmark	Indice durable	Benchmark
DJSGI ¹⁸ /DJGI world	25,5	21,6
DSI 400/S & P 500	35,0	33,0
Valeurs Ethibel/MSCI world	29,9	23,0

Rendement annuel moyen en euro pour 100 euros investis sur la période 1996/2000 source KBC

Le rendement des indices durables est ainsi systématiquement supérieur à celui des benchmarks choisis.

KBC a prolongé son analyse en tentant de mesurer le risque de ces placements. Celle-ci montre que pour les indices durables, le surplus de rendement procuré par rapport à leur benchmark est accompagné d'un risque plus élevé. C'est ce qui ressort de l'écart type des rendements, qui rend compte de leur volatilité ou de leur risque absolu. Les indices durables du tableau ci-dessous ont ainsi une volatilité nettement supérieure à celle des benchmarks.

¹⁷ KBC est un établissement de crédit belge issu de la fusion de la Kreditbank et d'une compagnie d'assurance, analyse présentée dans le courrier économique et financier « *Investir durablement, plus qu'une frénésie* ». Mars 2001.

¹⁸ Dow Jones Sustainability Global index (présentation en annexe IV)

Indice durable/benchmark	Indice durable	Benchmark
DJSGI/DJGI world	20,00%	16,80%
DSI 400 ¹⁹ /S & P 500	16,20%	13,00%
Valeurs Ethibel/MSCI world	24,50%	14,80%

Volatilité annuelle moyenne (écart type) source KBC

Pourtant, si le surplus de rendement des investissements socialement responsables peut, dans certains cas, être contrebalancé par un risque plus grand, la raison principale de l'augmentation du niveau de risque réside essentiellement dans la réduction de l'univers d'investissement. Ce qui amène KBC à conclure qu'« *une sélection de valeurs durables doit être suffisamment diversifiée, sur le plan régional et sectoriel, pour maintenir le risque dans des limites acceptables pour les investisseurs institutionnels* ».

→ La reconstitution de la rentabilité passée (approche ARESE)

Grâce à la création de l'indice ASPI Eurozone, ARESE s'est doté d'un indice de valeurs durables permettant d'effectuer des comparaisons avec un benchmark de référence. ARESE a tenté l'expérience en reconstituant son indice depuis 1992 et en le rapprochant de l'indice Dow Jones Eurostoxx. Même si l'exercice est très artificiel, ses résultats confortent les analyses précédentes en mettant en évidence une rentabilité nettement meilleure des valeurs reprises dans l'indice ASPI.

→ L'analyse de Business Week

Une analyse plus ancienne conduite à l'initiative de Business Week et portant sur la performance des fonds éthiques sur la période 1984 à 1989, donc dans un contexte boursier différent (incluant notamment le crack boursier de 1987), confirme la bonne tenue de ces derniers par rapport aux résultats des investissements classiques synthétisé par le SP 500²⁰.

* *
*

En définitive, toutes les études semblent converger pour montrer que les investissements responsables sont soit plus performants soit aussi performants que leurs indices de référence. Néanmoins ce constat doit être pondéré sur trois points :

- les choix d'investissement issus de la mise en œuvre des critères éthiques et socialement responsables conduisent en général à surpondérer certains secteurs (nouvelles technologies, organismes financiers), ce qui induit un biais important dans l'analyse en raison de la forte croissance de la valeur boursière de ces secteurs durant les années 1990 ;
- la rentabilité semble s'accompagner d'un risque plus important, ce qui pose la question de l'étendue de l'univers d'investissement notamment pour les investisseurs institutionnels ;
- les analyses reposent généralement sur des benchmarks reconstitués a posteriori ce qui en limite nécessairement la portée.

¹⁹ Domini Social Index.

²⁰ Average Annual Total Return of Socially Conscious Funds 1984-1989. Business Week. Février 2000.

B. La finance solidaire

1. Les montants en jeux sont faibles

Les montants en jeu sont mal connus notamment des organes de régulation car les interventions des structures de finance solidaire se situent généralement en dehors de la loi bancaire (cf. annexe III). La mission a néanmoins tenté d'évaluer à grands traits les montants en jeu en analysant les rapports d'activité des principaux intervenants du secteur.

Cependant cette tâche est très difficile pour quatre raisons :

- il est quasiment impossible de recenser toutes les initiatives qui sont parfois l'objet de toutes petites structures (EFICEA a ainsi recensé plus de 400 structures) ;
- le montant des interventions n'est pas forcément le meilleur indicateur dans la mesure où les crédits accordés sont généralement très faibles. Il serait sans doute préférable de mesurer l'activité en nombre de dossiers traités ou en nombre d'entreprise ou d'emplois créés, mais ces indicateurs ne sont pas toujours disponibles ;
- le montant des fonds directement affectés par les organismes de finance solidaire est nécessairement réducteur dans la mesure où l'objet même de ces crédits est de favoriser la mise en place de financements par d'autres acteurs. Il conviendrait donc de prendre en compte l'ensemble des financements mobilisés dans le cadre des projets auxquels participent les structures de finance solidaires ;
- les comparaisons internationales sont aléatoires dans la mesure où les notions et les champs couverts sont très différents. Ainsi, aux Etats-Unis, la finance « communautaire » a une vocation plus large (logement, accès aux services bancaires) ce qui n'est pas le cas en France qui dispose d'un système de financement très structuré dans ce domaine²¹.

Le tableau ci-dessous, aux ambitions modestes, tente toutefois de donner un éclairage sur les montants en jeu.

²¹ L'Association Habitat et Humanisme à Lyon a toutefois une approche de finance solidaire directement orientée vers le logement social.

Annexe II – page 16 –

France²²	Monnaie locale (en MF) 2000	Euros (en M€) 2000
Epargne collectée		
NEF	288,5	44,0
Dépôts Caisse Solidaire NPC	29,2	4,5
Coopérateurs Caisse Solidaire du NPC	1,4	0,2
Actionneurs d'autonomie et solidarité	10,6	1,6
Total	329,7	50,3
Prêts		
ADIE	70,0	10,7
NEF	81,6	12,4
Caisse solidaire	13,8	2,1
Total	165,4	25,2
Participations		
Autonomie et solidarité	6,5	1,0
France Active contrats d'apports	1,0	0,2
Investissements issus du FCP Insertion emploi	23,7	3,6
Participations de la société d'investissement France Active	10,5	1,6
Total	41,7	6,4
Garanties		
Garanties de France Active Garantie	33,2	5,1
Prêts correspondants	65,8	10,0
Contre-garanties France Active	5,4	0,8
Cautions correspondantes	43,6	6,6
Etranger	Monnaie locale millions	Euros Millions
Royaume Uni (livres)²³		
Banque de développement social ou communautaire (1)	122,0	200,0
Micro crédit et prêts aux communautés défavorisées (2)	80,0	131,1
Capital risque ²⁴	45,0	73,8
Etats-Unis (livres)²⁵		
Banque de développement social ou communautaire	2 000,0	3 278,7
Micro crédit et prêts aux communautés défavorisées	2 295,0	3 762,3
Capital risque	207,0	339,3
Italie (lire)²⁶		
Banca Etica : emplois	110 000 000	56,8
Banca Etica : épargne collectée	172 000 000	88,8

Pour sa part, FINANSOL a recensé les sommes mises à la disposition des entreprises solidaires par l'intermédiaire des produits financiers labellisés par ses soins. Elle arrive à un total de 66 millions d'euros, guère éloigné des 50 millions recensés par la mission. Néanmoins, les champs couverts ne sont pas exactement les mêmes. En tenant compte des éventuels chevauchements, le total de l'épargne collectée ne devrait pas excéder 70 millions €

²² Données issues des rapports d'activité 2000 sauf pour la Caisse Solidaire du Pas-De-Calais données reprises du rapport de Christian TYTGAT « Promouvoir une Epargne Solidaire » Septembre 2001.

²³ Données Royaume-Uni communiquées par la New Economic Foundation, données EU communiquées par US SIF.

²⁴ Données Royaume-Uni issue d'une estimation prudente de la New Economic Foundation, données US issues des recherches de Julia SASS RUBIN, Harvard University, Alliance pour le développement du capital risque dans les communautés.

²⁵ Données Royaume-Uni communiquées par la New Economic Foundation, données Etats-Unis communiquées par US SIF.

²⁶ Données issues du rapport de Christian TYTGAT, « Promouvoir une épargne solidaire » septembre 2001.

2. Mais les indicateurs doivent être cherchés ailleurs

La capitalisation constitue un indicateur réducteur pour mesurer l'activité des structures de finance solidaire. En effet, le montant unitaire de leurs interventions demeure faible et l'augmentation de leur activité ne se traduit pas par une progression significative des montants en cause. Il semble donc préférable d'analyser cette croissance au moyen d'indicateurs quantitatifs comme le nombre d'interventions.

Le tableau ci-dessous présente ainsi en nombre de dossiers l'évolution de l'activité de France Active et de l'ADIE depuis 1997.

	1997	1998	1999	2000	Variation 1997/2000
Garanties accordées par France Active	195	276	270	301	54%
Apports en capitaux permanents (SIFA, FCP IE, contrats d'apport)	30	7	35	66	120 %
Prêts d'honneur (fonds territoriaux)	140	122	254	242	72 %
Prêts Adie	1 279	1 491	1 939	2 844	122 %

Source : rapports d'activité

La progression est significative dans les deux cas notamment pour ce qui concerne les prêts accordés par l'ADIE qui ont plus que doublé en quatre ans.

II. LES PERSPECTIVES D'EVOLUTION

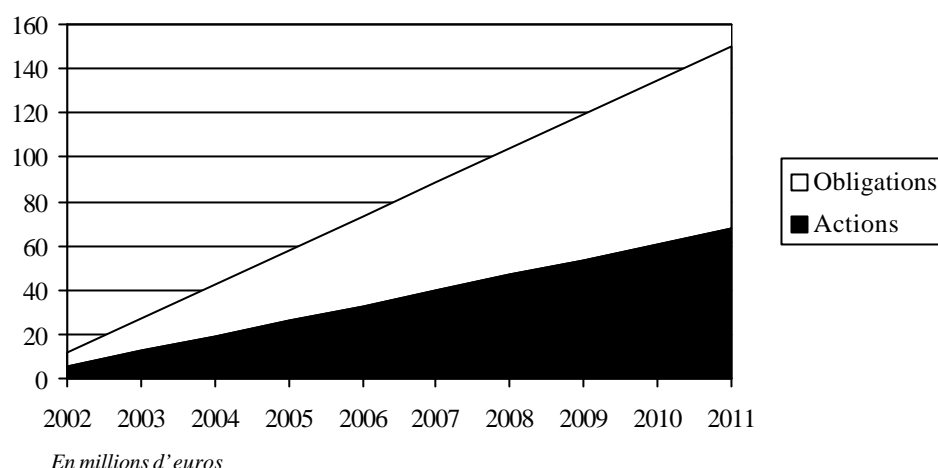
Paradoxalement, alors qu'un grand nombre de gestionnaires d'actifs créent leurs fonds socialement responsable et que la réglementation récente a inscrit dans les textes des obligations, tant pour ce qui concerne l'investissement socialement responsable que la finance solidaire, il n'existe pas d'études de marché sérieusement étayées sur le développement à court et moyen terme de ce type d'instruments de financement.

L'observateur en est bien souvent réduit aux conjectures pour ce qui concerne l'évolution de ces secteurs tant en France qu'à l'étranger. Il est néanmoins possible de tenter d'évaluer grossièrement l'impact des récentes dispositions législatives sur l'encours des fonds ISR et les produits de finance solidaire.

A. Le Fonds de réserve des retraites

La montée en puissance du Fonds de réserve des retraites (présentation en annexe III) devrait, si cette orientation est choisie par le conseil de surveillance, se traduire par une forte progression des encours d'avoirs socialement responsables en France. Le graphique repose sur deux hypothèses : le fonds aura une montée en charge progressive sur 10 ans pour atteindre 150 milliards d'euros en 2011 ; 55% des fonds seront investis en obligations et 45% en actions.

Montée en puissance du fonds de réserve des retraites



La mise en œuvre d'orientations sociales et environnementales dans la gestion du fonds de réserve des retraites devrait conduire à un changement d'échelle de ce secteur en France. Cette évolution ne devrait toutefois être possible que si les gestionnaires arrivent à définir un univers d'investissement suffisamment large pour permettre de combiner les exigences de sécurité et d'orientation socialement responsable de la gestion.

B. La loi sur l'épargne salariale

Cette réglementation devrait influencer doublement le secteur, d'une part pour ce qui concerne la gestion socialement responsable pouvant être appliquée aux PEI et aux PPESV et d'autre part pour ce qui concerne la fraction solidaire des PPESV.

Fin 1997, le stock d'épargne salariale était évalué à 38,11 Mds € par la COB, dont 28,20 Mds € c'est-à-dire les $\frac{3}{4}$ étaient gérés dans le cadre de FCPE²⁷. Environ 9,91 Md s€ de ceux-ci étaient investis en actions de l'entreprise (dont 8,38 Mds € dans les sociétés cotées), soit $\frac{1}{3}$ des FCPE et $\frac{1}{4}$ du total de l'épargne salariale. Le nombre d'actionnaires salariés était estimé à 700 000 environ.

Le tableau ci-dessous détaille les flux ayant affecté l'épargne salariale en 1997²⁸.

<i>En milliards d'euros</i>	Total général	Obligatoire	Facultatif	Versement immédiat	Epargne obligatoire	Epargne volontaire	Epargne totale
Participation	3,14	3,14	-	-	3,14	-	3,14
Intéressement	2,12	-	2,12	1,49	-	0,63	0,63
Salariés	1,11	-	1,11	-	-	1,11	1,11
Entreprises	0,55	-	0,55	-	-	0,55	0,55
Total entreprises et salariés	1,66	-	1,66	-	-	1,66	1,66
Total général	6,92	3,14	3,78	1,49	3,14	2,29	5,43

²⁷ Fonds communs de placement d'entreprises.

²⁸ Source : rapport au premier ministre sur l'épargne salariale. Jean Pierre BALIGAND, Jean Baptiste de FOUCAULD, Pierre HANOTAUX, Thierry SESSIN Janvier 2000.

Les professionnels²⁹ du secteur estiment que les nouvelles dispositions sur l'épargne salariale devraient conduire à doubler en cinq ans l'épargne salariale. Toutefois, il n'existe aucune simulation de la répartition entre les différents produits d'épargne (PEI, PPESV etc.). En conséquence, il est extrêmement difficile d'évaluer les conséquences de cette progression sur les flux financiers affectant l'investissement socialement responsable et la finance solidaire.

Le tableau ci-dessous tente simplement de donner des ordres de grandeur et doit être considéré comme une hypothèse d'école. Il prend comme hypothèses que le stock d'épargne salariale doublera d'ici à 2007 et que cette augmentation trouvera à hauteur de 25% son origine dans des PPESV dont 5% de l'épargne sera orientée vers des fonds solidaires.

<i>En milliards d'euros</i>	2002	2003	2004	2005	2006
Stock d'épargne salariale	40	48	56	64	72
Flux d'épargne salariale	8	8	8	8	8
25% en PPESV (stock)	2	4	6	8	10
Dont 5% en épargne solidaire (stock)	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5
Flux finance solidaire	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Flux ISR	2	2	2	2	2

Ce tableau amène à formuler deux séries d'observations :

- bien que la loi n'ait aucun caractère impératif sur l'orientation socialement responsable de la gestion des fonds, il est probable qu'une partie significative des règlement de PPESV retiendra cette option du fait notamment de l'implication des organisations syndicales. Cette option devrait contribuer, au même titre que le fonds de réserve des retraites, à la forte croissance des investissements socialement responsables en France ;
- les montants apportés aux circuits de la finance solidaire seraient très significatifs et en tout cas nettement supérieurs à l'activité actuelle du secteur. Cette question renvoie aux besoins exprimés en matière de finance solidaire et à la capacité des structures actuelles à absorber l'épargne solidaire.

C. Les besoins exprimés par les acteurs de la finance solidaire

1. Des analyses divergentes

Faute de recensement précis, il est aujourd'hui difficile d'évaluer avec précision les besoins des structures de finances solidaire. Les acteurs sont aujourd'hui largement partagés sur le sujet.

France Active, par exemple, considère qu'il n'y a pas de besoin de financements supplémentaires pour alimenter ses activités de capital risque, de prêts et de participation. Le principal obstacle résiderait plutôt dans la difficulté à trouver de bons dossiers et surtout à financer les surcoûts liés à l'instruction des dossiers et à l'accompagnement des entreprises.

²⁹ Estimation de l'AFG-ASFFI

A contrario, FINANSOL estime que les besoins sont très importants pour deux raisons principales :

- les structures actuelles ne couvrent pas l'ensemble du territoire et certaines zones ne bénéficient donc pas de services de proximité capables de détecter les projets à financer. La DIESS³⁰ partage ce point de vue en considérant que l'augmentation de l'offre de financement pèsera nécessairement sur la demande ;
- les champs couverts sont actuellement insuffisamment larges et des secteurs entiers de l'économie non marchande (production de services d'intérêt général) ne bénéficieraient pas de financement.

Pour illustrer son propos, FINANSOL met en avant les besoins affichés par l'ADIE qui évalue à 40 000 le nombre de projets pouvant être soutenu par an alors qu'elle n'octroie que 3 100 prêts actuellement. De même, l'association Habitat et Humanisme estime pouvoir faire passer rapidement son potentiel de 3 000 familles logées à 40 000. De ces chiffres ponctuels, FINANSOL extrapole une croissance par 13 des besoins de l'économie solidaire soit un stock de 864 millions €¹.

Ces données apparaissent toutefois bien fragiles et doivent être considérées comme un grand plafond atteignable uniquement à moyen voire à long terme.

b. Les analyses réalisées par l'ADIE

Dans son plan triennal 2002/2004³², l'ADIE affiche un objectif volontariste de 10 000 prêts (soit nettement moins qu'envisagé par FINANSOL) en 2004, ce qui suppose un taux de croissance de plus de 40% par an. La réalisation de cet objectif suppose une extension de la couverture territoriale et une diversification des produits offerts aux clients.

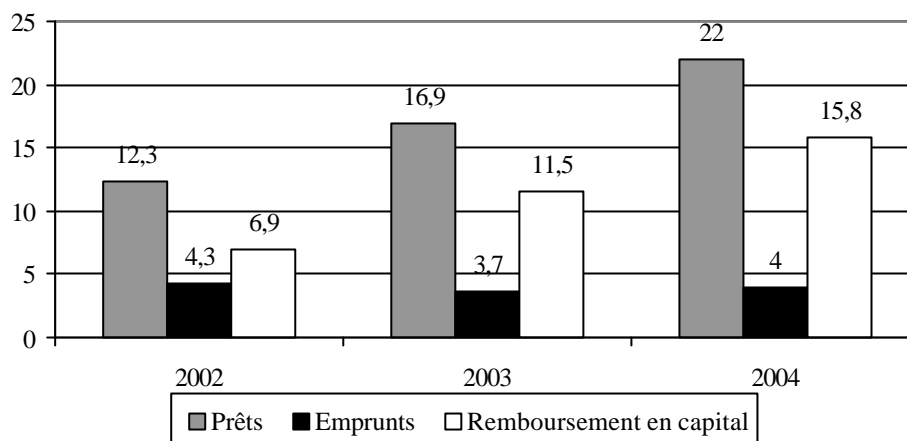
Cette évolution devrait générer une croissance importante du montant des prêts accordés qui passerait de 12 millions d'euros en 2002 à 22 millions en 2004. Comme le montre le graphique ci-dessous ce besoin de financement serait au trois quart couvert par des ressources propres (remboursement en capital des emprunts existants) et pour un quart par des ressources externes (en l'occurrence des emprunts, mais on peut imaginer d'autres ressources externes non définitives).

³⁰ Délégation Interministérielle à l'Economie Sociale et Solidaire.

³¹ FINANSOL estime à 66 millions d'euros les sommes actuellement mises à la disposition des entreprises solidaires par l'intermédiaire des outils existants.

³² Plan stratégique de l'Association pour le Droit à l'initiative Economique Décembre 2001.

Emplois et ressources sur trois ans



Source ADIE en millions d'euros

Les besoins financiers en ressources externes non définitives demeurent faibles. Le principal problème réside en fait plus dans le coût de l'instruction des dossiers et de l'accompagnement des personnes que dans les ressources à affecter aux prêts.

CONCLUSION

A l'issue de l'analyse des données chiffrées concernant la finance éthique, socialement responsable et solidaire cinq conclusions s'impose :

- même si les données sont encore parfois imprécises, la finance éthique ou socialement responsable a connu une forte croissance au cours des dernières années ;
- cette croissance devrait naturellement se poursuivre notamment en France du fait de la mise en application des dispositions relatives au Fonds de réserve des retraites et à l'épargne salariale ;
- l'analyse sur dix ans semble montrer que l'investissement socialement responsable est plutôt plus performant que les placements classiques mais le risque serait également plus important ;
- s'agissant de l'épargne solidaire on peut s'interroger sur l'intérêt d'évaluer son impact par des indicateurs financiers. Des éléments liés aux nombres d'entreprises ou d'emplois créés seraient sans doute plus pertinents ;
- les montants affectés à la finance solidaire demeurent extrêmement faibles et si les dispositions liées à l'épargne salariale devraient normalement assurer un accroissement sensible des ressources, les acteurs du secteur sont divisés sur le niveau des besoins financiers à satisfaire.

SOMMAIRE DE L'ANNEXE II

<u>I. LES DONNÉES ACTUELLES</u>	1
<u>A. LA FINANCE SOCIALEMENT RESPONSABLE</u>	1
<u>1. Des données difficiles à appréhender</u>	1
<u>2. Les sources</u>	2
<u>3. La situation en Europe</u>	3
<u>4. La situation aux Etats Unis</u>	7
<u>5. Les comparaisons internationales</u>	8
<u>6. La rentabilité des fonds socialement responsables</u>	10
<u>B. LA FINANCE SOLIDAIRE</u>	15
<u>1. Les montants en jeux sont faibles</u>	15
<u>2. Mais les indicateurs doivent être cherchés ailleurs</u>	17
<u>II. LES PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION</u>	17
<u>A. LE FONDS DE RÉSERVE DES RETRAITES</u>	17
<u>B. LA LOI SUR L'ÉPARGNE SALARIALE</u>	18
<u>C. LES BESOINS EXPRIMÉS PAR LES ACTEURS DE LA FINANCE SOLIDAIRE</u>	19
<u>CONCLUSION</u>	21