

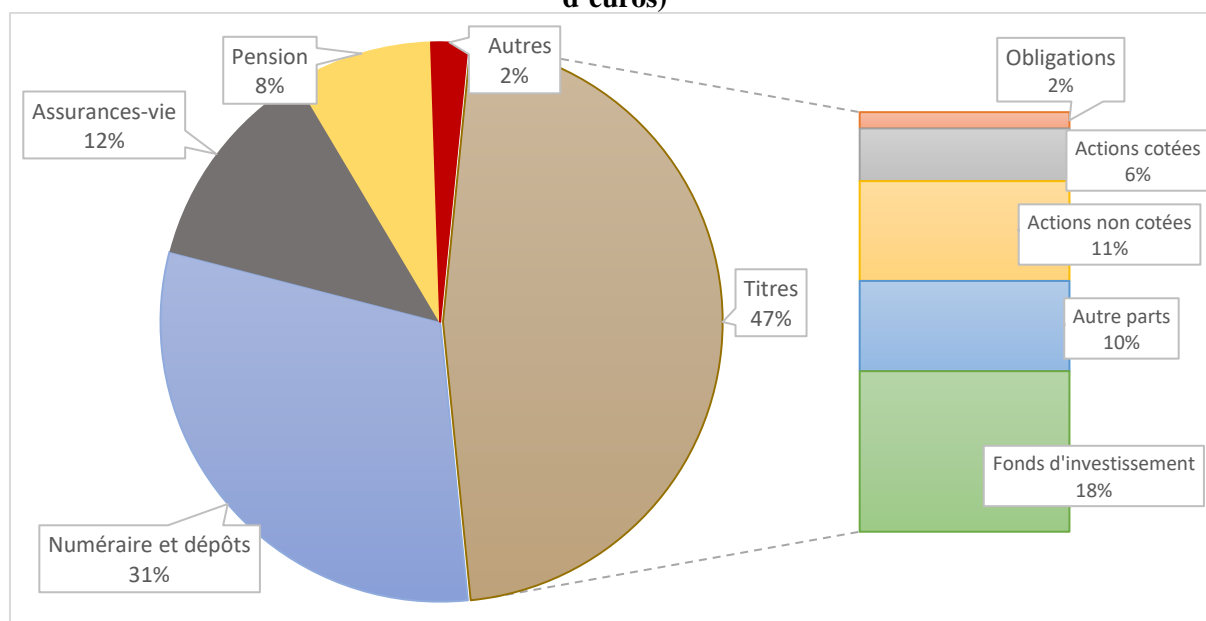
Les fonds d'investissement en Belgique

Tom DUTERME

Introduction

Les fonds d'investissement constituent l'une des institutions les plus importantes du capitalisme contemporain : au 31 décembre 2021, ils collectent plus de 67 000 milliards d'euros (IIFA, 2022 ; ICI, 2022). Si les fonds des États-Unis demeurent dominants (33 000 milliards d'euros), le phénomène s'est largement développé en Europe, où 21 000 milliards d'euros sont placés dans des fonds. En Belgique, les ménages qui y résident et entreprises qui y sont établies investissent désormais l'équivalent de plus de 100 % du produit intérieur brut (PIB) du pays dans ces fonds (à savoir 510 milliards d'euros au 31 décembre 2021)¹. Après le dépôt bancaire, le fonds d'investissement représente le principal placement du patrimoine financier des ménages belges (cf. Graphique 1). En dépit de cette centralité dans le paysage économique du pays, la thématique a peu été étudiée.

Graphique 1. Actifs financiers des ménages belges au 31 décembre 2021 (1,556 milliards d'euros)



Sources : Chiffres de 2021 (BNB, Compte financier, <https://stat.nbb.be>).

Le présent *Courrier hebdomadaire* se propose d'avancer dans cette voie, en documentant l'histoire et l'actualité des fonds d'investissement en Belgique. Il se structure en quatre chapitres. Le premier d'entre eux précise le périmètre des fonds étudiés ainsi que la méthode mobilisée dans cette recherche. Nous y présentons d'abord les caractéristiques qui distinguent les fonds d'investissement d'autres types de placements financiers. Nous passons ensuite en revue les sources des données exploitées, avant d'exposer les grandes lignes de l'approche « socio-économique » de notre étude.

¹ À la même date, le PIB du pays était de 502,5 milliards d'euros (prix courants).

Le deuxième chapitre retrace l'histoire des fonds d'investissement en Belgique, de leur apparition en 1947 à aujourd'hui. Cette rétrospective met en lumière deux enjeux transversaux. D'une part, le fonds n'est pas un véhicule d'investissement neutre. Il rencontre des résistances et ne parvient à s'imposer que lorsque ses partisans, les banques en tête, jouissent d'un pouvoir d'influence suffisant. D'autre part et par conséquent, la croissance des montants collectés par les fonds n'est pas la résultante automatique des vertus de cette forme d'investissement. Au cours des 75 dernières années, cette évolution à la hausse est saccadée : elle est d'abord quasi inexistante (stagnation de 1947 à 1981), puis dopée par les incitants fiscaux et les stratégies commerciales des banques (envol jusqu'à la crise de 2007), et enfin relancée par l'intervention de nouveaux clients comme les compagnies d'assurances (rebond de 2013 à 2021). L'histoire des fonds d'investissement apparaît ainsi comme une histoire politique, marquée par les interactions entre divers acteurs financiers (banques, assurances, sociétés de gestion d'actifs, etc.) et différentes autorités publiques et parapubliques (gouvernement fédéral, gouvernements régionaux, organe de régulation du secteur, Commission européenne, etc.).

Le troisième chapitre se penche plus en détail sur la situation actuelle, à travers une analyse de la structure du marché belge des fonds d'investissement. Ce marché se singularise, notamment vis-à-vis de ses homologues du reste de l'Europe, par la place qu'y occupent les ménages : les Belges sont parmi ceux qui investissent la plus grande part de leur patrimoine en fonds (18 % en 2021). L'analyse révèle que cette particularité nationale s'explique davantage par l'offre que par la demande : en position de force, les principaux groupes bancaires du pays amènent de nombreux clients à diriger leur épargne vers leur filiale de gestion de fonds d'investissement.

Pour terminer, le quatrième chapitre « réencastre » les fonds d'investissement dans la société. D'une part, nous y discutons leurs impacts sur trois enjeux sociétaux : les inégalités de richesse, la transition écologique et la gouvernance des entreprises. Bien que ces impacts soient délicats à quantifier, plusieurs indices soulèvent un effet d'accroissement des inégalités de patrimoine. Quant aux deux autres dimensions, les gestionnaires des principaux fonds d'investissement semblent pour le moins prudents dans leurs engagements, tant sur l'aspect écologique que dans la gouvernance des entreprises dont ils détiennent des actions. D'autre part, nous abordons les relations entre les fonds d'investissement et les autorités publiques. Ces relations ne sont pas à sens unique. Certes, les fonds sont soumis à la régulation étatique, aujourd'hui largement déléguée à un organe spécialisé, la Financial Services and Market Authority (FSMA). Mais, ils sont également des artisans de cette régulation, notamment via l'organisation représentant les intérêts du secteur, la Belgian Asset Managers Association (BEAMA).

Ce *Courrier hebdomadaire* offre une présentation systématique des fonds d'investissement en Belgique. À partir d'une exploitation de nombreuses bases de données, il synthétise les évolutions et les caractéristiques contemporaines du secteur. Telle est sa principale ambition, ainsi que son principal apport. Cela étant, l'histoire et l'actualité des fonds d'investissement portent en outre la marque des inégalités de richesse entre ménages et des luttes d'influence au sein de l'arène politique, de la globalisation de la finance et de l'eupéanisation de sa régulation, d'une nouvelle orientation du capitalisme et de tensions qu'elle génère. Dès lors, au-delà du premier niveau de lecture, la présente étude renseigne également sur des enjeux plus larges, dont les fonds d'investissement, désormais au cœur de la structure socio-économique de la Belgique, constituent des témoins privilégiés.

Chapitre 1. Objet, méthode, approche

L'ambition de ce premier chapitre est d'abord de cerner précisément l'objet de cette recherche. Si l'environnement organisationnel et juridique du fonds d'investissement est très complexe, les caractéristiques distinctives de celui-ci sont peu nombreuses et relativement simples. La principale est sa dimension collective : un fonds d'investissement récolte l'épargne de plusieurs ménages ou entreprises et l'investit dans un ensemble de titres (le « portefeuille »). Chaque participant au fonds d'investissement obtient donc un droit sur le même portefeuille. Contrairement à la « gestion discrétionnaire » et au « conseil en placement »², le fonds n'adapte pas sa politique d'investissement aux desideratas individuels. En contrepartie, il permet à chaque participant d'investir dans un portefeuille très varié ; d'emblée, il a ainsi été présenté comme un véhicule de démocratisation de la diversification. Bien qu'elle ne permette pas d'exclure certains « cas-limites » qui brouillent la frontière du concept³, cette première caractéristique est largement admise et reprise dans les dictionnaires financiers⁴.

Une seconde caractéristique est devenue si centrale au fonctionnement des fonds d'investissement qu'elle est également souvent épinglée dans la littérature et mérite d'être développée : la structure ouverte⁵. À tout moment, d'une part, chaque participant peut obtenir le remboursement de sa part et, d'autre part, de nouvelles parts peuvent être achetées. Le montant en jeu dans ces transactions est la « valeur nette d'inventaire », c'est-à-dire le montant obtenu en divisant la valeur du portefeuille du fonds par le nombre de parts. Pour bien saisir cet enjeu, envisageons-le à travers les trois étapes de la vie d'un fonds d'investissement. La première est l'acquisition d'une part. Par exemple, une jeune travailleuse se laisse convaincre par sa banque d'investir dans un fonds et achète une part (cf. Schéma 1, partie a). Ce fonds d'investissement est tenu de calculer quotidiennement sa valeur nette d'inventaire (VNI), en évaluant son portefeuille d'investissement et en divisant le montant obtenu par le nombre de parts ; l'acheteuse sait donc ce que va lui coûter sa part (VNI_a euros). En supposant des frais d'entrée de 3 % récoltés par le gestionnaire du fonds, notre jeune travailleuse va donc déboursier $1,03 VNI_a$ euros. Du côté du fonds d'investissement, sa structure ouverte implique qu'il va émettre une *nouvelle* part pour cette travailleuse, et qu'il va acheter de nouveaux titres pour un montant de VNI_a euros afin de compléter le portefeuille. Quant aux 3 % de frais, ils nourrissent l'actif de la société de gestion, lui permettant de rémunérer ses employés et de faire profit. La deuxième étape survient typiquement en fin d'année civile : le fonds d'investissement reçoit les dividendes et intérêts pour les titres du portefeuille (cf. Schéma 1, partie b). Il en transfère une fraction au gestionnaire du fonds (dans notre exemple, $0,012 VNI_b$, soit 1,2 % de « frais courants »), et le reste aux détenteurs de parts (ici, $0,04 VNI_b$, soit un rendement net de 4 % si la valeur du portefeuille n'a pas évolué, c'est-à-dire si $VNI_a = VNI_b$)⁶. Enfin, troisième et ultime

² Ces deux autres catégories forment, avec les fonds d'investissement, le secteur de la gestion d'actifs (« *asset management* »). En 2021, 60 % des actifs gérés en Belgique le sont via des fonds d'investissement (chiffres issus du rapport annuel de la Belgian Asset Managers Association).

³ Les fonds qui imposent des « barrières à l'entrée » font partie de ces cas ambigus. Si les barrières sont trop sélectives (par exemple, certains *hedge funds* exigent un investissement minimal de 10 millions d'euros), le fonds ne recueille les montants que d'une poignée d'individus ou entreprises, réduisant ainsi sa dimension collective. Un autre exemple de barrière est celle des « fonds souverains » qui ne recueillent et placent que l'épargne de l'État.

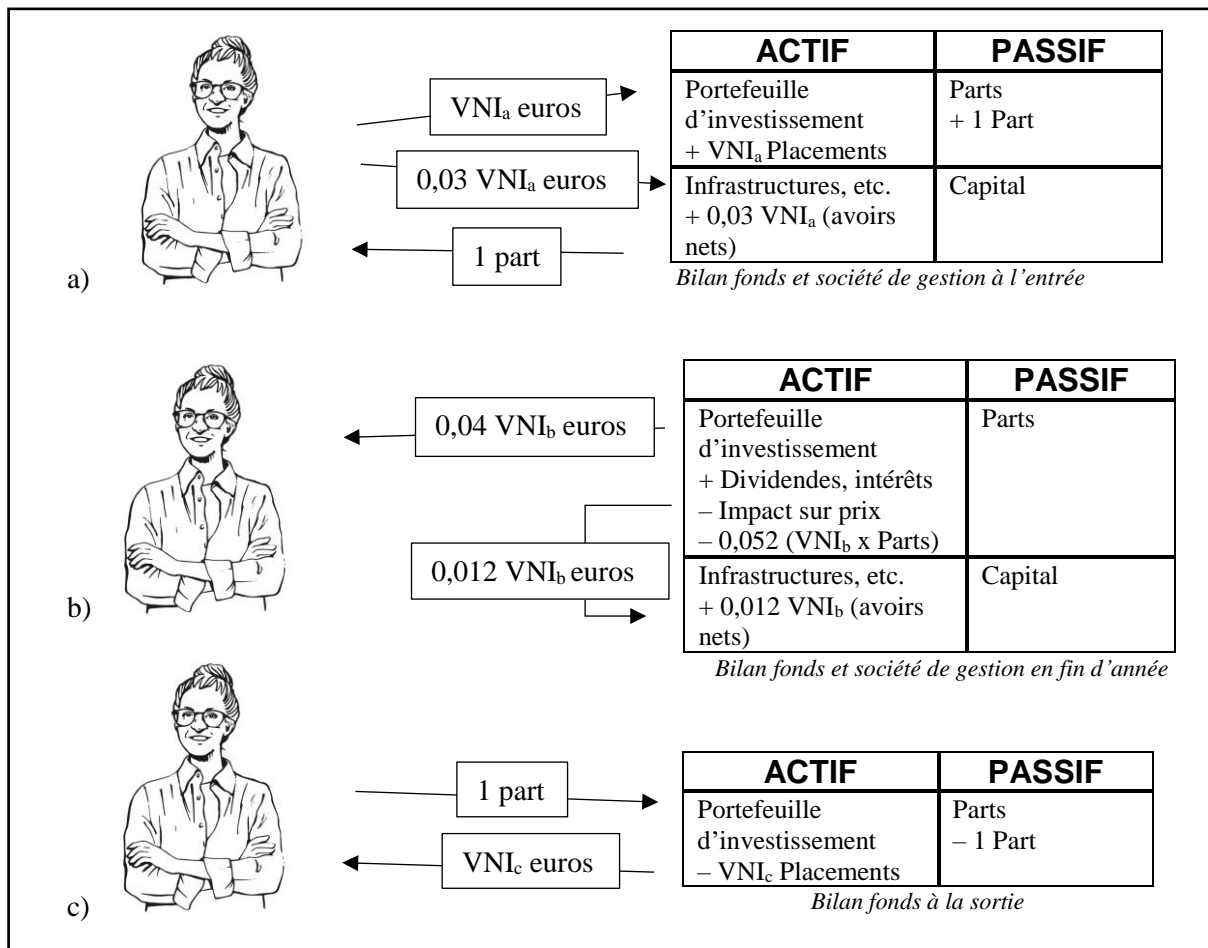
⁴ Cf., par exemple, Morvan (2017) et Downes & Goodman (2014).

⁵ Cf., par exemple, Thauvron (2020).

⁶ Lorsqu'un dividende est versé ou un intérêt payé, le prix de l'action ou de l'obligation baisse en conséquence (car le titre ne donne plus droit à ce dividende/intérêt-là). Cela explique l'impact négatif sur les prix du portefeuille

étape, notre jeune travailleuse décide de sortir du fonds (cf. Schéma 1, partie c). Elle a suivi attentivement l'évolution de la VNI (reflétant la variation de valeurs du portefeuille) et estime qu'elle est actuellement à son maximum : c'est donc le moment de vendre sa part. En supposant des frais de sortie nuls, VNI_c euros lui seront versés et sa part est détruite. Pour honorer ce remboursement, le fonds puise dans ses liquidités ou vend une partie de son portefeuille.

Schéma 1. Étapes de la vie d'un fonds d'investissement



Sources : Réalisation de l'auteur, illustration de Claude Duterme.

Les fonds d'investissement se définissent par cette dimension collective et, pour une écrasante majorité, par cette structure ouverte⁷. Ils peuvent ensuite être distingués par bien des critères, dont leur personnalité juridique (société d'investissement à capital variable ou fonds commun de placement), leur type de clients (particuliers ou institutionnels), leur régulation (fonds avec

du fonds d'investissement et sur la VNI au schéma 1, partie b. Il est à noter que certains fonds, dits de capitalisation, ne distribuent pas les dividendes et intérêts en fin d'année, mais les réinvestissent.

⁷ Des fonds d'investissement à structure fermée, c'est-à-dire où les parts sont émises uniquement à la naissance du fonds et ne sont pas rachetables par le fonds, existent encore, mais ils sont marginaux. Aux États-Unis, ils collectent 309 milliards de dollars fin 2021 (Duval, 2022), contre plus de 37 000 milliards de dollars pour les fonds ouverts, soit 0,83 %. Sur les 144 milliards d'euros gérés via les fonds belges fin 2016, 194 millions d'euros le sont via de tels fonds, soit 0,13 %.

passerport européen ou fonds alternatifs) et leur périmètre d'investissements (actions, obligations, devises, etc.). Au fil de la présente étude, nous serons amenés à aborder la plupart de ces considérations techniques. Toutefois, l'ambition étant d'offrir un aperçu accessible des enjeux socio-économiques posés par les fonds d'investissement en Belgique, nous ne nous y plongerons que lorsque les éléments étudiés nous y inviteront.

En se focalisant sur les fonds d'investissement ainsi définis, ce *Courrier hebdomadaire* porte sur un champ socio-économique relativement cohérent, unifié par sa fonction financière et sa délimitation juridique, ainsi que par son complexe d'acteurs collectifs (banques, sociétés de gestion, associations représentant les intérêts du secteur, etc.). Par là même, il écarte du périmètre de la recherche des objets à la frontière de ce champ, comme les produits assurantiels et les véhicules d'investissement réservés à une clientèle particulière (les *hedge funds* des « High Net Worth Individuals » ou les fonds souverains des États). Nous n'évoquerons donc ces objets que par le prisme de leurs conséquences sur les fonds d'investissement « collectifs et ouverts ». Quant à la dimension « territoriale » de cette recherche, elle cible les fonds d'investissement qui récoltent l'épargne des ménages et entreprises belges. Le critère national porte donc sur l'origine de l'argent investi, plutôt que sur l'immatriculation du fonds (un ménage belge plaçant dans un fonds étranger nous intéressera). Cette option n'est pas la seule possible, mais elle n'est pas arbitraire pour autant : la nationalité des fonds étant bien plus volatile que celles des investisseurs, elle est souvent peu révélatrice de l'impact des fonds sur l'économie nationale. À l'inverse, la part de l'épargne nationale captée par les fonds renseigne sur leur inscription dans le tissu économique belge.

Cette délimitation du périmètre de recherche ouvre par ailleurs la voie à l'exploitation de bases de données cohérentes à travers le temps et l'espace. Cette cohérence tient à l'ancrage juridique des fonds d'investissement étudiés, ainsi qu'au travail de recensement consenti par certains acteurs du champ. C'est particulièrement le cas en Belgique : dès 1957, la forme contemporaine du fonds, « collective et ouverte », est inscrite dans le droit et un organe parapublic est responsable de chiffrer les montants qui y sont placés. La consultation des rapports annuels de cet organe, la Commission bancaire, nous donne ainsi accès à un aperçu historique d'une rare continuité méthodologique⁸. Quant aux comparaisons internationales, elles reposent principalement sur l'agrégation opérée par les organisations représentant les intérêts du secteur à différentes échelles : l'European Fund and Asset Management Association (EFAMA) et l'International Investment Funds Association (IIFA). À nouveau, la cohérence de ces données repose sur la définition juridique commune des fonds concernés. Étant donné leur ambition promotionnelle, ces publications doivent être appréciées avec circonspection. Sur le volet quantitatif, toutefois, elles se cantonnent généralement à agréger des chiffres produits ailleurs : la Belgian Asset Managers Association (BEAMA) reprend ainsi largement les données de l'organe de régulation, l'ambition promotionnelle se traduisant surtout dans la mise en forme de ces données. Outre ces deux principaux types de sources, ce *Courrier hebdomadaire* se base sur la comptabilité nationale publiée sur le site de la Banque nationale de Belgique (BNB), et en particulier sur le « compte financier » qui relève les placements du patrimoine des ménages, entreprises et administrations publiques du pays. Enfin, quelques chiffres proviennent de l'office belge de statistique (Statbel), des comptes annuels de fonds et d'articles de revues dont

⁸ D'autres secteurs financiers, comme celui de la Bourse belge, n'ont pas bénéficié de ces circonstances. La quantification des évolutions est dès lors périlleuse (Duterme, 2021).

les références apparaissent en notes de bas de page. Une explication plus détaillée du traitement de ces bases de données figure en annexe de cet article.

La méthodologie adoptée dans cette recherche est mixte. En plus des bases de données présentées, trois types de matériaux qualitatifs sont mobilisés. Premièrement, plusieurs archives ont permis de documenter l'histoire des fonds d'investissement en Belgique, comme les brochures publiées par le Comité national pour le développement de l'épargne mobilière (CNEM) dans les années 1950 et 1960 ou les publications du *think tank* du secteur bancaire, parues dans la *Revue de la banque*. Ces sources, pour la plupart inexplorées, nous plongent dans les discussions qui ont jalonné l'histoire des fonds d'investissement. Deuxièmement, nous nous sommes appuyés sur des articles de la presse généraliste et financière. À la condition de situer leur contenu dans un contexte socio-historique (qui parle ? à quelle période ?), ceux-ci nous éclairent sur les évolutions du secteur. Troisièmement, cette recherche se fonde sur des entretiens semi-directifs menés entre août 2021 et avril 2023 avec plusieurs acteurs du marché belge des fonds d'investissement : gestionnaires de fonds, banquiers privés, directeur de la BEAMA, régulateurs, etc. Ces discussions ont mis au jour certaines dynamiques qui structurent ce champ mais qui n'ont encore jamais été couchées sur le papier. Du croisement de ces trois types de matériaux qualitatifs, se dégagent des enseignements fiables qui permettent d'aller au-delà du bilan chiffré, d'en expliquer les logiques de fonctionnement.

Ce *Courrier hebdomadaire* propose un traitement original de ces données, inspiré par une approche « socio-économique ». Cette dernière vise à saisir les phénomènes économiques à partir d'outils empruntés à la fois à l'économie (examen des agrégats macroéconomiques, analyses bilantaires, suivi des flux de capitaux, etc.) et à la sociologie (identification des partisans et des critiques d'évolutions économiques, analyse des rapports de pouvoir, encastrement des enjeux financiers dans un contexte socio-historique, etc.) (Gadrey, 2003). Elle se définit ainsi moins par un cadre théorique que par une attitude méthodologique visant à inscrire la dynamique économique étudiée – ici, l'évolution du secteur des fonds d'investissement en Belgique – dans l'espace institutionnel qui la réfrène ou l'amplifie – ici, le système politique pilarisé, la concurrence entre places financières, l'eupéanisation de la régulation, etc. L'approche socio-économique a déjà démontré sa fécondité à travers de nombreuses études thématiques, notamment relatives à la place des fonds d'investissement dans le capitalisme contemporain (Benquet & Bourgeron, 2019 ; Braun, 2022 ; Brice et al., 2022). Le présent article s'inscrit dans le sillage de ces études, en explorant cette problématique sur un territoire peu documenté : la Belgique.

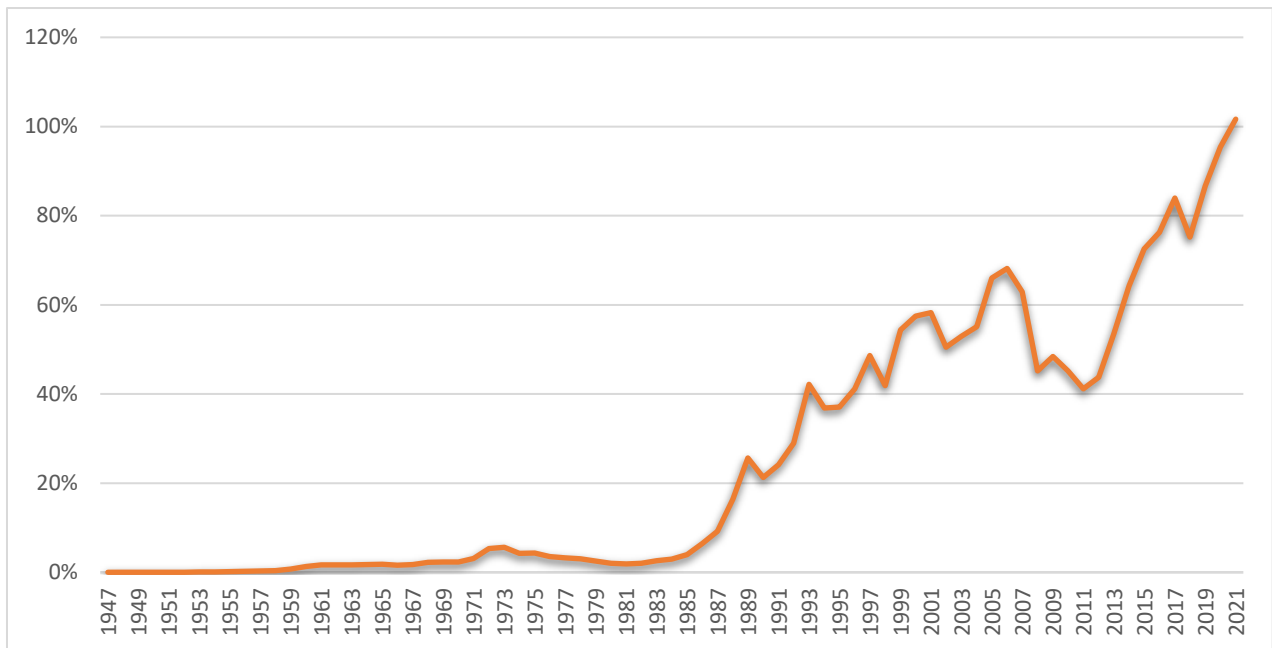
Chapitre 2. Historique des fonds d'investissement en Belgique

Ce chapitre vise à identifier les différents facteurs qui ont rythmé l'évolution des fonds d'investissement en Belgique. Plus précisément, il s'agit d'être attentif à la pluralité de ces facteurs. Contrairement à une interprétation linéaire de l'histoire des fonds, souvent mobilisée par les acteurs du secteur et parfois reprise dans des travaux académiques⁹, la croissance des montants placés dans les fonds n'est pas la résultante automatique de la supériorité de cette forme d'investissement « collective et ouverte ». En témoigne l'évolution saccadée de la part du PIB investie en fonds par la Belgique depuis 1947 (cf. Graphique 2) : les premiers fonds d'investissement, pourtant déjà « collectifs et ouverts », récoltaient moins de 3 % du PIB.

Ainsi, loin d'être linéaire, l'histoire belge des fonds d'investissement se divise en trois périodes. La première est celle de l'apparition des fonds d'investissement et de leur développement modéré ; elle s'étend de l'immédiat après-guerre au début des années 1980. Ensuite, survient la première « vague » qui étend considérablement les montants collectés. Principalement soutenue par des mesures fiscales destinées à favoriser l'investissement boursier et par les nouvelles stratégies commerciales des banques, elle est brutalement stoppée par la crise financière déclenchée en 2007. La troisième et à ce jour dernière période débute par un déclin structurel des montants gérés via les fonds d'investissement, mais se solde par une deuxième vague de croissance impulsée par l'implication nouvelle des « investisseurs institutionnels » (compagnies d'assurances, fonds de pension, etc.). Comme ce chapitre l'illustre, l'histoire des fonds n'est pas déterminée par les caractéristiques de cette forme d'investissement. D'autres facteurs – légaux, fiscaux, commerciaux, etc. – interviennent dans le parcours belge. Nous tâchons ici de les analyser.

Graphique 2. Part du PIB investie en fonds (Belgique, 1947-2021)

⁹ La société financière Forward You (FWU), parmi bien d'autres, vante ainsi les fonds d'investissement belges sur son site Internet : « Si les [organismes de placement collectif (OPC)] sont de plus en plus populaires, ce n'est pas pour rien ! En effet, les avantages de ce type d'investissement sont nombreux, et divers » (FWU, 2023). Plus sobrement, un mémoire universitaire avance que « le succès des OPC s'explique avant tout par le fait qu'ils offrent un accès aux marchés financiers pour les épargnants qui ne disposent pas de ressources et d'expérience suffisantes pour diversifier eux-mêmes leur patrimoine » (Engels, 2013 :11).



Sources : Commission bancaire et BNB.

Remarque : cf. l'annexe du présent *Courrier hebdomadaire* pour les détails méthodologiques.

2.1.1947-1981 : une technique de placement « moderne », mais marginale

La première période de l'histoire des fonds d'investissement en Belgique est celle de l'importation dans le droit belge d'une technique financière anglo-saxonne, prônée ardemment par une association aujourd'hui éteinte, le Comité national pour le développement de l'épargne mobilière (CNEM). C'est également celle d'une stagnation des montants collectés, comme le regrette à plusieurs reprises l'organe de régulation du secteur, la Commission bancaire : « Force est donc de constater (...) que le développement des fonds communs de placement belges n'a pas répondu aux espoirs qui avaient (...) vu dans cette forme de placement collectif un moyen d'orientation de l'épargne du grand public vers des placements judicieux » (Commission bancaire, 1971). C'est enfin celle de la mainmise d'une poignée de banques belges, comme la Kredietbank et la Banque Lambert, dont les fonds étiquetés au Grand-Duché de Luxembourg et vendus en Belgique dominent ce maigre marché naissant des fonds d'investissement.

Ainsi, les premiers fonds d'investissement belges portent la marque des expériences britanniques et états-uniennes. À partir de 1868, de nombreux Britanniques financent des projets de développement économique aux États-Unis via des *investment trusts* (Hutson, 2005). Ces derniers diffèrent des fonds d'investissement actuels par leur structure fermée (cf. *supra*), par leur endettement important qui magnifie les profits et les pertes, et – fréquemment – par leur opacité. La crise financière de 1890 (« crise de la Barings ») révèle la fragilité de nombreux *investment trusts* et mine la confiance des épargnants britanniques dans cette modalité de placement. Au lendemain de la Première Guerre mondiale, l'expérience états-unienne est proche du cas britannique. Des fonds à structure fermée, fort endettés et peu transparents, gagnent en popularité à partir de 1921, puis s'effondrent et sont discrédités par une crise financière (la Grande Dépression de 1929). Celle-ci donne lieu par ailleurs à une régulation du secteur – l'*Investment Company Act* (1940) – qui, après-guerre, favorise l'essor de la forme actuelle des fonds d'investissement (Fink, 2011). Pour importer ce concept en Belgique, financiers et universitaires s'appuient explicitement sur ce précédent états-unien.

Max-Léo Gérard est sans doute alors le principal des partisans belges des fonds d'investissement. Tour à tour secrétaire du roi (1919-1924), ministre des Finances libéral (1935-1936 et 1938) et président de la Banque de Bruxelles (1939-1952), cet ingénieur parvient à faire le pont entre élites financières et politiques sur plusieurs dossiers (Kurgan-van Hentenryk, 2010), dont celui des fonds d'investissement. Il préface les deux premiers ouvrages belges consacrés aux *investment trusts* (Smets, 1936 ; Larcier, 1953), puis fonde et préside l'association qui promeut les fonds d'investissement aux régulateurs et au public : le Comité national pour le développement de l'épargne mobilière (CNEM), qui voit le jour en 1952. Ce comité, comme la Fédération des employeurs du commerce, des banques et des assurances – fondée la même année et également présidée par M.-L. Gérard –, représente les intérêts du patronat non industriel¹⁰. Plus spécifiquement, il entend favoriser l'investissement boursier par des stimulations fiscales et des campagnes de propagande. Ces deux points sont résumés en ces termes par le président de la Commission de la Bourse de Bruxelles, Frantz Gevens : « L'un des points les plus importants de son programme est de se tenir en contact étroit avec les pouvoirs publics auxquels il rappelle constamment l'urgence et la nécessité pour l'économie tout entière de redresser une situation dont l'État, notamment par la fiscalité, est largement responsable. (...) Grâce à l'appui extrêmement précieux qu'il a rencontré dans la presse de tous les milieux, il dispose d'une large audience et d'une influence grandissante sur l'opinion. Le [CNEM] a aussi réalisé le premier film documentaire belge sur l'épargne et les investissements. Ce film est projeté dans les écoles. (...) L'amplitude de cette campagne doit être à la mesure des tâches qui restent à accomplir. Il ne s'agit rien de moins que de recréer des conditions psychologiques favorables à l'épargne productive »¹¹.

Dès sa première année d'activité, le CNEM fait de la promotion du principe des fonds d'investissement l'un de ses principaux chevaux de bataille (avec la suppression de la taxe de circulation sur les titres cotés en Bourse). Lors d'une conférence en novembre 1953, M.-L. Gérard demande ainsi au ministre des Finances social-chrétien (et futur président du CNEM), Albert-Édouard Janssen, de « faciliter, par des mesures d'ordre juridique et d'ordre fiscal, l'institution de ces structures financières qui ont rendu de si grands services à l'étranger, notamment en Angleterre et aux États-Unis, et que dans le langage anglo-saxon on appelle les "*investment trusts*" »¹². Pour arriver à ses fins, le CNEM prend les devants et mandate certains de ses membres, regroupés en une « commission d'études » interne au CNEM, pour rédiger un projet de loi prêt à être soumis au Parlement. Le court texte qui en résulte a deux objectifs : d'une part, « organiser d'une manière simple et pratique l'agrégation et le contrôle de ces organismes », c'est-à-dire gratifier les fonds d'investissement de l'approbation étatique ; d'autre part, « donner une solution aux difficultés fiscales qui, jusqu'à présent, constituent une entrave pour la création éventuelle de fonds de placement en Belgique », c'est-à-dire éviter la « double imposition » de revenus acquis par le fonds puis distribués aux participants au fonds¹³. *In fine*, est adoptée la loi du 27 mars 1957¹⁴.

¹⁰ Vingt-deux « groupements constitutifs » sont à l'origine du CNEM : outre la Fédération des industries belges (FIB), figurent des représentants des banques et assurances (3), des agents de change (10), des chambres de commerce (4), des intérêts coloniaux (1) et régionaux (3 : Conseil économique wallon, Financiegroepering der Vlaanderen et Vlaams Economisch Verbond).

¹¹ Cité dans *Les Annales de la Bourse de Bruxelles*, 1954.

¹² Cité dans *Bulletin d'information du CNEM*, n° 20, 1954, p. 12.

¹³ Citations extraites de *Bulletin d'information du CNEM*, n° 28, 1955, p. 10.

¹⁴ Loi du 27 mars 1957 relative aux fonds communs de placement et modifiant le Code des droits de timbre et le Code des taxes assimilées au timbre (*Moniteur belge*, 13 avril 1957).

Les revendications libérales du CNEM n'ont donc pas tardé à être entendues par le pouvoir politique et à être traduites dans la législation. Pour rendre compte de cette situation, deux enjeux peuvent être soulevés. D'une part, la proximité entre les membres du CNEM et les hommes à la tête de l'État. C'est particulièrement le cas de 1952 à 1954 : le Premier ministre est alors Jean Van Houtte (PSC-CVP) et le ministre des Finances A.-É. Janssen (PSC-CVP) : tous deux sont proches du CNEM, dont ils assureront d'ailleurs plus tard la présidence. Jusqu'en novembre 1955, le CNEM bénéficie en outre de l'influence de son président et fondateur, M.-L. Gérard. Le mode opératoire de la « commission d'études » qui aboutit au projet de loi semble inspiré par « la méthode [que M.-L. Gérard] adopte pour arriver à ses fins lorsqu'il est secrétaire d'Albert I^{er}. Après avoir attiré l'attention du roi sur un problème qui lui paraît important, il lui propose d'en confier l'étude à une commission composée de représentants des milieux concernés et d'experts. (...) Il n'a de cesse de mettre en avant la technicité des problèmes pour avancer et faire adopter des solutions d'inspiration libérale » (Kurgan-van Hentenryk, 2010 : 286-287). Si la complicité est sans doute moindre avec le gouvernement Van Acker IV (qui réunit socialistes et libéraux entre 1954 et 1958), les proches du CNEM n'ont pas disparu du monde politique. Ainsi, le rapporteur de la commission des Finances du Sénat qui discute le projet de loi n'est autre que J. Van Houtte.

D'autre part, l'adoption de la loi « commandée » par le CNEM est facilitée par sa légèreté apparente : ses partisans ne cessent de rappeler que ce cadre légal est provisoire (son texte évoque une loi définitive à adopter avant le 31 décembre 1961) et ne vise qu'à encadrer des pratiques déjà existantes (la Kredietbank et la Banque Lambert proposent déjà six fonds sous la forme de contrats). Le ministre des Finances, le libéral Henri Liebaert, s'appuie sur ce registre pour éviter les discussions de fonds. On lit ainsi dans les documents parlementaires : « Ouvrant la discussion générale, le ministre a rappelé l'historique du projet de loi et souligné son caractère limité et provisoire ainsi que sa nécessité »¹⁵. Ce *modus operandi* est couronné de succès : les discussions de fonds n'ont pas lieu. Adopté à l'unanimité au Sénat, le projet rencontre toutefois à la Chambre une résistance franche des sociaux-chrétiens (PSC-CVP), désormais membres de l'opposition. Représentés par l'avocat Maurice Schot, qui condamne notamment les « dérogations très graves au principe du droit commun »¹⁶, ces députés votent massivement contre le projet. Cela n'empêche néanmoins pas celui-ci d'être finalement adopté, par 99 voix (de la majorité socialiste-libérale et des quatre élus communistes) contre 82 (de l'opposition sociale-chrétienne)¹⁷. Hormis cette contestation – mue par des stratégies de partis et cantonnée à des enjeux de technique juridique –, l'initiative du CNEM aboutit sans heurts.

Si elle est initialement destinée à être provisoire, cette loi du 27 mars 1957 constitue finalement le cadre de la régulation belge des fonds d'investissement jusqu'en 1990. Elle mérite donc notre attention. *Primo*, elle concerne – et donc consacre – les fonds d'investissement constitués sous la forme d'une indivision, plutôt que sous celle d'une société anonyme : le fonds d'investissement belge ne jouit pas d'une personnalité juridique autonome, mais est attaché à

¹⁵ Rapport de la Commission des Finances du Sénat, repris dans *Bulletin d'information du CNEM*, n° 39, 1956, p. 19.

¹⁶ Chambre des représentants, *Annales parlementaires*, 19 mars 1957, p. 6. Parmi les aspects du projet dans le viseur de M. Schot, figurent le caractère provisoire de la loi, la technique de calcul des plus-values non réalisées, la définition de l'appel « public » à l'épargne, et la contradiction entre les limites de l'exercice du droit de vote et les dispositions d'une loi relative aux sociétés commerciales.

¹⁷ Chambre des représentants, *Annales parlementaires*, 21 mars 1957, p. 9.

une société de gestion dont le patrimoine est nettement distinct (cf. Schéma 1). Cette position est justifiée par l'ampleur des aménagements requis par l'option alternative (exemption fiscale pour éviter la double imposition, autorisation d'émission d'actions en continu sans l'accord de l'assemblée générale, etc.) ; toutefois, elle ne semble avoir eu d'impact sur la structure du marché belge que bien plus tard (cf. *infra*).

Secundo, elle confie de larges pouvoirs à la Commission bancaire¹⁸, qui est chargée d'agrée, de réguler par voie réglementaire et de surveiller les fonds d'investissement belges (c'est-à-dire dont le siège social de la société de gestion se situe dans le pays) et, dans une moindre mesure, les fonds étrangers actifs en Belgique. Le juriste Francis Requette remarque que « le législateur de 1957, en accordant des pleins pouvoirs de fait à la Commission bancaire pour décider de l'agréeation des sociétés de gestion, n'a fait que suivre l'exemple de son aîné de 1935 qui accordait les mêmes pouvoirs à la Commission au sujet de l'établissement de nouvelles banques » (Requette, 1968 : 175-176)¹⁹. Ce parallèle signale notamment la longévité de l'influence de M.-L. Gérard, qui avait déjà pesé dans les années 1930 afin de « mettre le secteur bancaire à l'abri de la nationalisation du crédit et [d']affirmer l'autonomie de la Commission bancaire vis-à-vis de l'État » (Kurgan-van Hentenryk, 2010 : 287). Les modalités de composition de cet organe limitent en effet le risque de réformes radicales du secteur financier : sur les sept membres, trois sont nommés par le gouvernement, deux par le secteur bancaire (représenté par l'Association belge des banques - ABB) et deux par la BNB. Dans les faits, de 1935 à 1975, cette procédure de sélection se traduit en « un mélange entre deux éléments liés au courant socialiste, deux autres proches du patronat catholique, arbitrés par un ou deux profils techniciens » (Giddey, 2017a : 37)²⁰. Si une telle continuité, favorisée par un mandat dont la seule limite est l'âge de 65 ans, protège les banques d'éventuelles velléités d'élus socialistes, elle garantit en outre à M.-L. Gérard un pouvoir durable : son ancien chef de cabinet, Eugène de Barys, préside la Commission bancaire de 1945 à 1973. Jusqu'à son décès en novembre 1955, M.-L. Gérard s'assure ainsi que les « techniciens » à la tête de la Commission bancaire ne succombent pas à l'interventionnisme.

Tertio, la loi du 27 mars 1957 accorde aux fonds d'investissement un « coup de pouce » fiscal. D'une part, elle instaure l'interdiction d'une double imposition des revenus distribués par le fonds. D'autre part, elle diminue deux taxes – droit de timbre et taxe sur les opérations en Bourse –, à partir du principe que l'acquéreur d'une part du fonds subit déjà ces taxes lorsque le fonds achète les titres composant son portefeuille. Ce régime favorable demeure moins permissif que le droit en vigueur au Luxembourg : profitant des avantages accordés aux sociétés de *holding* depuis 1929, les sociétés de gestion n'y paient aucun impôt sur leurs revenus (Muhlen, 1964). Un fonds d'investissement distribué exclusivement en Belgique mais géré par une société basée au Luxembourg n'est donc pas imposé sur ses revenus. Ce cadre fiscal luxembourgeois est largement responsable de l'envol en Belgique des fonds étrangers –

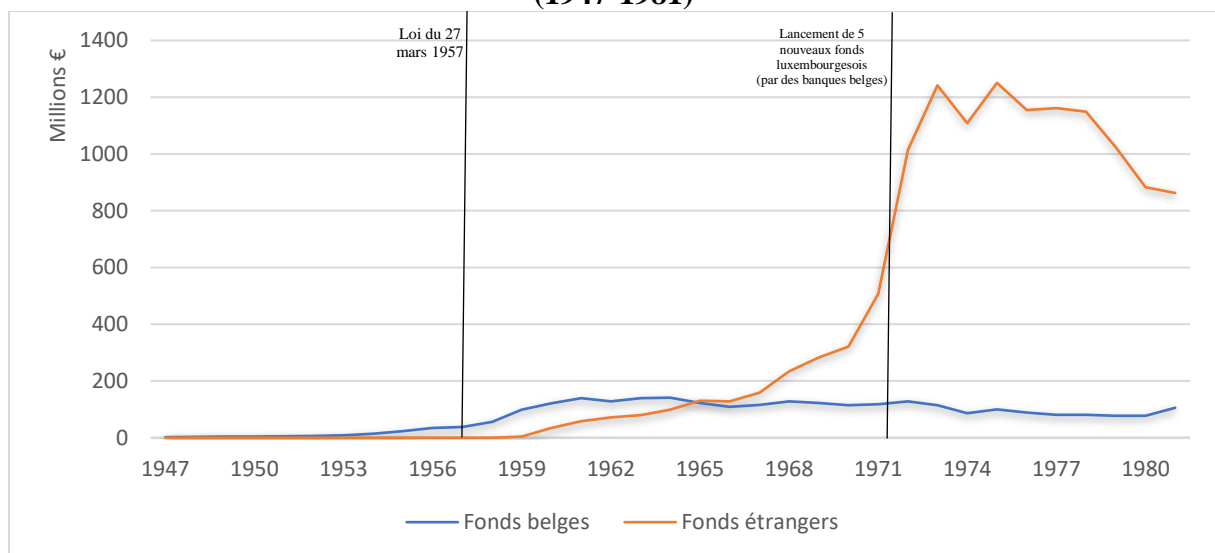
¹⁸ La Commission bancaire change à plusieurs reprises de nom entre 1957 et 2021 : elle devient la Commission bancaire et financière en 1990, puis la Commission bancaire, financière et des assurances en 2004, et enfin la Financial Services and Markets Authority (FSMA) en 2011. Dans cet article, par souci de légèreté et pour éviter les confusions, nous adoptons l'appellation Commission bancaire jusqu'en 2011, et FSMA ensuite.

¹⁹ À ce sujet, cf. notamment Giddey (2017a, 2017b).

²⁰ Lors de l'adoption de la loi du 27 mars 1957, la Commission bancaire est composée d'Eugène de Barys (président, ancien chef de cabinet de M.-L. Gérard), Karel Steverlynck (industriel du textile), Henri Lemaire (directeur d'une assurance coopérative), Carlo Van den Bosch (avocat), Jean Mertens (docteur en droit), André Huyssens (président d'une caisse d'épargne socialiste) et Franz De Voghel (directeur de la BNB).

relativement à la stagnation des fonds belges – qui caractérise cette première période (cf. Graphique 3).

Graphique 3. Montants placés par des résidents belges dans des fonds d’investissement (1947-1981)



Sources : Commission bancaire, Rapports annuels.

Quarto, un dernier aspect important de cette loi du 27 mars 1957 provient d’un amendement intégré par la commission des Finances du Sénat lors de sa discussion du projet de loi. Il interdit à la société de gestion d’exercer « de façon permanente » les droits de vote attachés aux titres détenus par ses fonds d’investissement. Les membres de la commission s’accordent sur cette mesure comme suit : « Toutes précautions doivent être prises pour empêcher qu’un fonds de placement, instrument d’épargne collective, dégénère en une société “holding”, instrument de contrôle d’une entreprise par une autre »²¹. Autrement dit, ils tâchent de limiter l’influence des gestionnaires de fonds d’investissement sur la politique des entreprises belges – préoccupation qui est depuis lors restée au cœur des débats entre régulateurs du secteur (cf. *infra*, 3.3). Les membres de la commission des Finances de la Chambre des représentants abondent à leur tour dans ce sens lors de leurs discussions. Cette mesure ne s’appliquant qu’aux sociétés de gestion belges, elle contribue sans doute à l’avantage compétitif des fonds luxembourgeois distribués en Belgique.

L’adoption de la loi n’engendre pas tous les effets escomptés par les membres du CNEM. Les débuts sont pourtant encourageants. En décembre 1956, les six fonds d’investissement belges gérés par les sociétés de gestion de la Kredietbank et la Banque Lambert collectent 34,7 millions d’euros²² ; cinq ans plus tard, 138,8 millions d’euros sont gérés via neuf fonds belges. Mais vingt-cinq ans plus tard, en décembre 1981, les fonds d’investissement belges collectent 104,1 millions d’euros (cf. Graphique 3). Sur cette période, les fonds luxembourgeois absorbent toute la croissance du marché belge. Leur attrait, avant tout fiscal (exonération des revenus), est renforcé par une réglementation plus lâche : l’interdiction d’exercer de façon permanente les

²¹ J. Van Houtte, cité dans *Bulletin d’information du CNEM*, n° 39, 1956, p. 21-22.

²² Pour faciliter les comparaisons, toutes les références en francs belges sont converties en euros (au taux de 40,3399 francs belges pour 1 euro).

droits de vote aux assemblées générales ne s'étend pas aux fonds étrangers, dont la publicité est par ailleurs moins surveillée par la Commission bancaire (Stafford, 1977). Ces fonds sont majoritairement mis sur pied par des banques belges, via des filiales luxembourgeoises (CRISP, 1972) ou des groupements de banques européennes comme l'Eurosyndicat (Smets, 2012). Jusqu'en 1981, les fonds d'investissement constituent donc un phénomène bancaire : leur développement – qui est très modéré – est entièrement soutenu par des sociétés de gestion luxembourgeoises attachées aux grandes banques belges et profitant à celles-ci. Sur la même période, aux États-Unis, les fonds, qui émanent de structures non bancaires, connaissent une croissance inédite, passant de 450 millions de dollars collectés en 1940 à 17 milliards de dollars vingt ans plus tard (Fink, 2011).

Plusieurs facteurs peuvent être invoqués pour expliquer la relative stagnation de cette première période. D'abord, la part du revenu national destinée à la consommation privée est conséquente : elle est de 66 % en 1981, ce qui ne laisse – une fois déduction faite de la consommation publique – que 17,7 % pour l'investissement²³. Les membres du CNEM jugent que cette part est excessive. Ils regrettent que la classe moyenne naissante des Trente Glorieuses, trop assurée de son avenir par les structures de l'État social, ne pense plus assez à mettre de côté : « Notre époque remet tout en question. L'épargne n'est plus entourée du même respect qu'autrefois : elle ne s'impose plus ainsi qu'une nécessité. L'organisation de notre société se caractérise par une protection contre la plupart des risques. Chacun se sent, bien plus qu'auparavant, dans une sorte de sécurité. (...) C'est au point que l'on consomme avant que d'épargner, et l'on risque de n'épargner bientôt plus que pour payer ce qui a déjà été consommé. (...) Ce que les jeunes foyers qui se fondent aujourd'hui tiennent pour indispensable, se nommait luxe, superflu ou dépenses somptuaires chez ceux dont ils sont nés »²⁴. Le conservatisme du CNEM, transversal à la plupart de ses *Bulletins d'information*, semble contredit par les chiffres de la comptabilité nationale : la part de l'investissement dans le revenu national ne chute pas entre 1954 et 1981. Au cours de cette période, le taux d'épargne des Belges excède rapidement les 20 %, et atteint même 24 % en 1975²⁵.

Ensuite, un autre facteur de stagnation des montants collectés par les fonds, plus solide sur le plan macroéconomique, repose sur les modalités d'utilisation de l'épargne. Cette dernière est consacrée à la construction d'habitations, et son solde est largement investi dans la dette publique par l'intermédiaire des banques (Cassiers et al., 1998 ; Dutermé, à paraître). De fait, à une époque où les créanciers de l'État sont encore majoritairement des résidents, « la couverture de l'énorme déficit des pouvoirs publics [repose sur] les ressources en provenance de l'épargne financière des ménages » (BNB, 1979 : XXXI). Par voie de conséquence, les initiatives du CNEM, en dépit du soutien politique dont elles jouissent, ne trouvent pas d'écho suffisant dans la structure macroéconomique du pays. Tout comme c'est le cas en France (Tadjeddine & Cotta, 2011), l'épargne populaire est confiée aux établissements bancaires dont la rentabilité est assurée – dans un contexte de taux d'intérêt élevés – par les crédits hypothécaires et la dette publique, tandis que les plus fortunés investissent directement en titres ou s'entourent de conseillers personnels, mais recourent rarement à ce véhicule de gestion collective.

²³ Chiffres de l'Institut national de statistique (INS), publiés dans Banque nationale de Belgique (BNB), Rapport annuel, 1982.

²⁴ Citation extraite de *Bulletin d'information du CNEM*, n° 166, 1969, p. 18.

²⁵ BNB, Rapport annuel, 1979, p. 14.

Enfin, même dans le champ restreint des valeurs mobilières privées, le développement des fonds d'investissement rencontre des obstacles. Il n'est certainement pas stimulé par les rendements offerts par les premiers fonds d'investissement du pays qui sont, selon les simulations de F. Requette (1968), inférieurs à ceux dégagés par les « valeurs fétiches » des Belges, comme les emprunts publics. Par ailleurs, la régulation belge relativement stricte en matière de publicité limite leur popularité ; un des premiers présidents de l'Association belge des fonds communs de placement, Jacques Thierry, suggère ainsi « un assouplissement des règles en matière de démarchage et de publicité [qui] permettrait de gagner aux fonds de placement de nouvelles catégories d'épargnants » (Thierry, 1967 : 711).

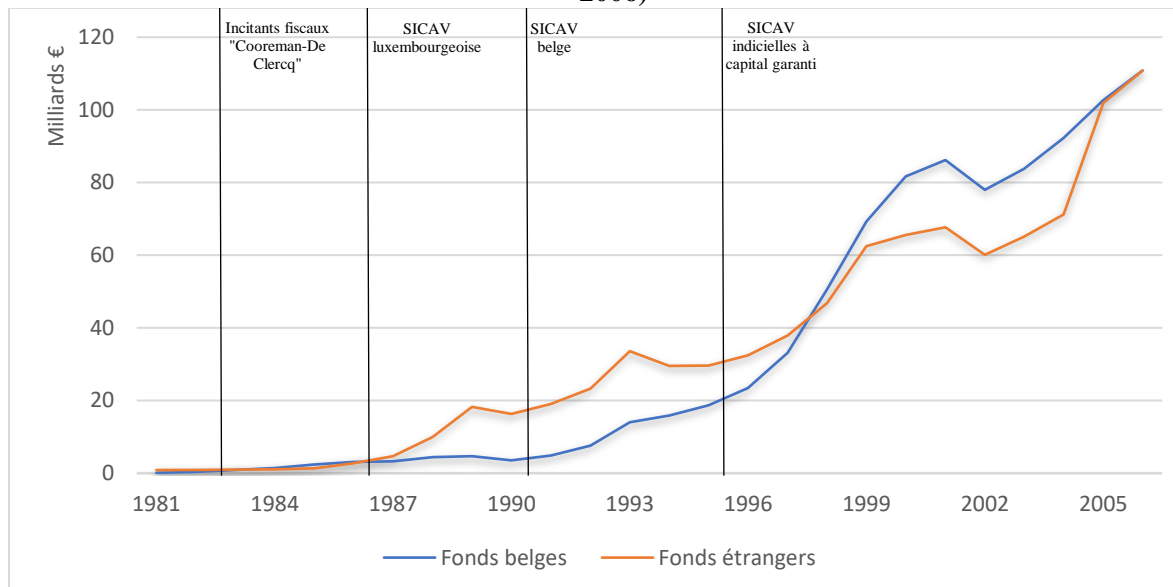
Ainsi, à l'origine, l'ambition des premiers partisans belges des fonds d'investissement d'attirer de « petits épargnants » peu habitués aux placements boursiers n'est pas satisfaite : les rares participants des fonds d'investissement distribués en Belgique demeurent des membres des classes aisées (Duvivier, 1972). Selon un recensement de 1975 (Parmentier, 1975), les Belges plaçant dans ces fonds sont principalement des rentiers (36,5 %), des chefs d'entreprise (28,6 %) et des cadres (25,5 %), par ailleurs assez âgés (69 % ont plus de 50 ans). Quant aux « investisseurs institutionnels » (assurances et fonds de pension), ils se désintéressent de ce type de placement et préfèrent miser sur les deux placements en vogue : l'immobilier et la dette publique. Économiquement marginale, l'apparition des fonds d'investissement en Belgique fascine surtout, lors de cette première période, les juristes, qui sont nombreux à commenter l'impact de la loi du 27 mars 1957 sur le droit commercial, fiscal et civil (Verteneuil, 1958 ; Van Gerven, 1960 ; Craps, 1967 ; Requette, 1968).

1.2. 1981-2006 : impulsions fiscales, innovations et décollages boursiers

La deuxième période positionne les fonds d'investissement au centre du système financier belge. En proportion du PIB, les montants collectés sont multipliés par 36. Cette croissance phénoménale n'est pas redevable au militantisme du CNEM, qui s'éteint au milieu des années 1970. Ses héritiers idéologiques y sont par contre pour quelque chose : désormais dominants sur la scène politique belge, ils promeuvent une nouvelle conception du rôle économique de l'État et de son insertion dans le marché unique européen, qui profitera aux fonds d'investissement. Ce sont dorénavant ces derniers qui peuvent stimuler la croissance et l'emploi. Il s'agit donc d'inciter fiscalement les Belges d'y placer leur épargne. Dans un contexte d'intégration européenne, ces mesures fiscales s'alignent progressivement sur le régime le plus « généreux », à savoir l'exonération quasi complète offerte par les fonds luxembourgeois (les fameuses SICAV). Mais ce n'est pas tout. La croissance des fonds est également stimulée par une reconfiguration des stratégies bancaires. Insatisfaites par les marges résultant de taux d'intérêt moins élevés, les banques belges délaissent leur activité d'intermédiation pour se consacrer davantage à la vente de services qui génèrent d'importantes commissions. Elles développent ainsi des campagnes publicitaires destinées à déplacer l'épargne de leurs clients des comptes traditionnels vers leurs fonds d'investissement. Quitte parfois à masquer le risque de fonds exotiques.

Au 31 décembre 1981, les fonds d'investissement distribués en Belgique – belges et étrangers – collectent l'équivalent d'un peu moins d'un milliard d'euros²⁶. Ce montant s'élève à 5,8 milliards cinq ans plus tard, puis à 23 milliards en 1989, et finalement à 221,6 milliards à la veille de la crise financière déclenchée en 2007 (décembre 2006)²⁷. Sur cette deuxième période, le secteur connaît ainsi une croissance phénoménale, par laquelle les fonds belges rattrapent leur retard, rétrospectivement négligeable, sur les fonds étrangers (cf. Graphique 4). Pour bien saisir cette évolution, il convient d'en identifier les moteurs : les montants collectés par les fonds d'investissement dépendent à la fois des souscriptions nettes (achats – ventes de parts) et des variations de la valeur du portefeuille des fonds (plus-values ou moins-values). Une fois rapportée au PIB (cf. Graphique 2), la croissance des montants investis en fonds peut donc traduire trois tendances : soit l'augmentation de la part de l'épargne dans le revenu national (« effet patrimoine ») ; soit l'augmentation de la part de l'épargne dévolue aux fonds (« effet de popularité ») ; soit l'augmentation des prix des titres détenus par les fonds supérieure à la croissance du PIB (« effet de valorisation boursière »).

Graphique 4. Montants placés par des résidents belges dans des fonds d'investissement (1981-2006)



Sources : Commission bancaire, Rapports annuels (jusqu'à 1998) ; BNB, Compte financier, <https://stat.nbb.be> (après 1998).

L'essor des années 1980 – surtout visible lorsqu'il est rapporté au PIB (cf. Graphique 2) – n'est pas lié à l'effet patrimoine : comme nous l'avons vu, le taux d'épargne est déjà substantiel dans les années 1970 et se tasse même pour atteindre 17 % en 1982. En réalité, cet essor est entièrement redevable aux effets de popularité et de valorisation boursière des fonds. D'une part, le cours moyen des actions cotées à la Bourse de Bruxelles quadruple entre 1979 et 1989. La baisse mondiale des taux d'intérêt ainsi que les incitants fiscaux instaurés par le

²⁶ Comme l'illustre le graphique 3, le montant géré via des fonds étrangers diminue au cours des années 1970, principalement en raison des conditions économiques en général, et boursières en particulier : inflation, crise obligataire de 1974, remontée des taux d'intérêt de la Réserve fédérale des États-Unis (Fed) en 1979, etc. Cf. De Clercq et Van Hulle (1992).

²⁷ Ces chiffres n'intègrent pas les parts de fonds belges acquises par des non-résidents.

gouvernement belge rendent partiellement compte de cette hausse inédite (De Clercq & Vanderlinden, 1992). L'actif des fonds d'investissement belges étant majoritairement composé d'actions – entre 68 % et 79 %²⁸ –, l'augmentation du prix de ces actions fait croître leur valeur nette d'inventaire. D'autre part, la part de l'épargne investie dans des fonds d'investissement explose, en réponse à un stimulus clairement identifié par l'association belge des gestionnaires d'actifs (Belgian Asset Managers Association - BEAMA : cf. *infra*, 4.4) : « La croissance remarquable des organismes de placement belges dans les années 1980 est largement imputable à ces mesures fiscales »²⁹. Les mesures en question sont déployées en deux temps.

Le premier temps s'étend de 1982 à 1985. Le monde politique belge est alors de plus en plus enclin à adopter des mesures inspirées par un argumentaire néolibéral (Maissin, 1997) : nécessité d'efforts budgétaires, allègements fiscaux afin de soutenir la compétitivité des entreprises, réforme de la sécurité sociale pour endiguer le chômage, etc. Le gouvernement Martens V (dit premier gouvernement Martens-Gol : CVP/PVV/PRL/PSC, 1981-1985) consacre cette logique d'action au cours d'une « révolution silencieuse » (Evrard, 2023). Peu après son entrée en fonction, il recourt aux pouvoirs spéciaux « en vue du redressement économique et financier, de la croissance économique, de l'encouragement de l'investissement dans les entreprises, de la motivation au travail de la population et de la création d'emplois »³⁰. C'est dans ce cadre qu'est adopté l'arrêté royal n° 15 du 9 mars 1982 « portant encouragement à la souscription ou à l'achat d'actions ou parts représentatives de droits sociaux dans des sociétés belges »³¹.

Inspiré par la « loi Monory » française de 1978, cet arrêté royal – plus connu sous le nom de « loi Cooreman-De Clercq » – booste à la fois l'émission et l'achat d'actions d'entreprises belges grâce à des incitants fiscaux provisoires. D'un côté, sur une période de cinq à dix ans, les revenus distribués via des actions émises en 1982 et 1983 (appelées « actions AFV », pour « avantage fiscal-*fiscaal voordeel* ») sont immunisés de l'impôt des sociétés, ainsi que – pour les bénéficiaires de ces dividendes – de l'impôt des personnes physiques et des droits de succession ou donation. De l'autre côté, de 1982 à 1985, les achats d'actions de sociétés belges ou de parts de fonds investissant au moins 60 % de leurs actifs en actions de sociétés belges peuvent être déduits des revenus imposables (à concurrence de près de 1 000 euros annuels, augmentés de 248 euros pour le conjoint et toute autre personne à charge).

Ces mesures métamorphosent le paysage boursier belge³² : 1 ménage sur 6 est désormais actionnaire, contre 1 sur 10 en 1982 et 1 sur 25 quelques années plus tôt (Cardon de Lichtbuer et al., 1985 ; Abraham, 1987). Cet élargissement ne doit pas masquer les effets sur la distribution des revenus : selon les économistes Jozef Pacolet et Hans Geeroms (1985), les avantages fiscaux, qui ont coûté 3,4 milliards d'euros à l'État, ont rapporté en moyenne 137

²⁸ Commission bancaire, Rapports annuels, 1983-1989.

²⁹ Citation extraite du site Internet de la Belgian Asset Managers Association : www.beama.be.

³⁰ Loi du 2 février 1982 attribuant certains pouvoirs spéciaux au Roi (*Moniteur belge*, 4 février 1982). Si cette technique des pouvoirs spéciaux s'est depuis quelque peu banalisée, Dimitri Yernault souligne que « les gouvernements nationaux Martens-Gol qui se sont succédé (...) ont été investis de pouvoirs spéciaux avec une ampleur jamais égalée » (Yernault, 2001 : 13).

³¹ *Moniteur belge*, 12 mars 1982.

³² Au contraire, l'impact sur les investissements des entreprises est limité (Farber, 1984).

euros aux classes de revenus les plus faibles et 1 149 euros aux plus élevées³³. Sur le strict enjeu des fonds d'investissement, les fonds belges passent de 105 millions d'euros (1981) à 3 milliards d'euros (1986) et dépassent les fonds étrangers distribués en Belgique. Étant donné la condition d'éligibilité à l'avantage fiscal (au moins 60 % d'actions belges), la composition des fonds d'investissement est renversée : les titres belges, minoritaires depuis 1957 (environ 20 % du portefeuille), représentent 80 % du portefeuille des fonds belges à partir de 1983³⁴.

Le second temps des mesures fiscales visées par la BEAMA survient avec l'apparition des fonds d'épargne-pension en 1986. Ces fonds sont à la fois permis et encouragés par une législation qui, sous le gouvernement Martens VI (dit deuxième gouvernement Martens-Gol : CVP/PRL/PVV/PSC, 1985-1987), prend le relais de l'arrêté royal n° 15 du 9 mars 1982 : « Les circonstances exceptionnelles qui ont motivé l'arrêté royal n° 15 persistent encore aujourd'hui, car la crise économique a entraîné une crise du capital à risque »³⁵, indique le projet de loi qui mène *in fine* à la loi du 4 août 1986 portant des dispositions fiscales³⁶. En vertu des pouvoirs spéciaux accordés par cette loi fiscale, l'arrêté royal du 22 décembre 1986 « instaurant un régime d'épargne du troisième âge ou d'épargne-pension »³⁷ est adopté : conformément aux intentions du vice-Premier ministre et ministre du Budget à l'origine du projet de loi, Guy Verhofstadt (PVV), son premier objectif est de « prolonger l'arrêté royal n° 15 et [d']en assurer la permanence des avantages fiscaux » (Saliën 1987 : 15). Plus précisément, tout contribuable de moins de 65 ans peut déduire de sa base imposable les montants investis sur un compte d'épargne-pension³⁸ (à concurrence de 496 euros annuels par conjoint) et ne sera imposé sur le pécule final qu'au taux de 16,5 %. Les établissements financiers gérant ces comptes sont par ailleurs tenus d'investir au moins 30 % des montants collectés en actions de sociétés belges.

Si ce compte d'épargne-pension peut prendre trois formes (contrats d'assurance, compte d'épargne individuel, fonds d'investissement), les trois quarts des 900 000 personnes ayant participé à la période de lancement de ce régime optent pour la forme du fonds (Schockert, 1988). Grâce à un « effort publicitaire sans précédent de la part des établissements financiers » (*Ibidem* : 107), onze fonds d'épargne-pension nouvellement créés collectent 560 millions d'euros en 1987. Leur croissance est ensuite relativement linéaire pendant dix ans : 1 milliard d'euros en 1988, 3,2 milliards en 1993, 4,6 milliards en 1996 et 8 milliards en 1998³⁹. Le coût pour l'État, évalué *a priori* à 37 millions d'euros par an, est finalement estimé à 111,5 millions d'euros par an (Schockert, 1988). Comme l'illustre le graphique 4, ce succès n'entraîne pas une hausse des montants investis dans les fonds belges ; plutôt, il permet de compenser les ventes stimulées par la fin des avantages fiscaux de l'arrêté royal n° 15 du 9 mars 1982 et par le krach d'octobre 1987. Le même graphique 4 signale que le fait majeur de la seconde moitié des années 1980 n'est pas l'apparition des fonds d'épargne-pension, mais la nouvelle envolée des fonds d'investissement étrangers distribués en Belgique.

³³ Les auteurs signalent en outre que la hausse des cours a aussi accentué les inégalités, étant donné que le 1 % des classes de revenus les plus élevées déclare – et donc détient – 40 % des revenus mobiliers (chiffres de l'INS pour 1981). Pour un autre bilan chiffré allant dans le même sens, cf. Lewalle (1986).

³⁴ Commission bancaire, Rapports annuels, 1957-1992.

³⁵ Sénat, *Projet de loi portant des dispositions fiscales*, n° 310/1, 19 juin 1986.

³⁶ *Moniteur belge*, 20 août 1986.

³⁷ *Moniteur belge*, 1^{er} janvier 1987.

³⁸ Cette technique fiscale, identique à celle de l'arrêté royal n° 15 du 9 mars 1982, implique que « l'avantage fiscal s'accroît proportionnellement à l'augmentation des revenus » (cf. *ibidem* : 48). En effet, la déduction diminue les revenus imposables « par le haut », et ampute ainsi la tranche soumise au taux le plus élevé.

³⁹ Commission bancaire, Rapports annuels, 1988-1998.

Pour comprendre cette évolution, nous devons maintenant aborder l'enjeu de l'eupéanisation du secteur des fonds d'investissement. Dès 1966, un groupe d'experts mandaté pour identifier des mesures d'intégration du marché des capitaux européen consacre plusieurs recommandations à l'enjeu des investisseurs institutionnels, et en particulier des fonds d'investissement : une harmonisation de la réglementation et de la fiscalité doit permettre « d'éliminer l'obstacle à la libre circulation des parts de fonds d'investissement dans l'ensemble de la Communauté [économique européenne (CEE)] » (European Economic Community Commission, 1966 : 207). Ce n'est que dix ans plus tard que les fonds d'investissement font l'objet d'une proposition de législation européenne, fondée non plus sur l'argumentaire de la défense de l'intérêt de l'épargnant, mais sur celui de l'intégration européenne (Moloney, 2014). Cette proposition somme jusqu'à l'annonce du programme du marché unique : en déclinaison du principe selon lequel « la libéralisation des services financiers, parallèlement à celle des mouvements de capitaux, représentera un pas important vers l'intégration financière européenne et l'approfondissement du marché intérieur », il est convenu que, « une fois agréé par les autorités de l'État membre d'origine, un organisme de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) pourra librement commercialiser ses parts dans l'ensemble de la Communauté, sans que des mesures de contrôle supplémentaires puissent être introduites »⁴⁰.

Cette libéralisation est entérinée par l'adoption de la directive européenne du 20 décembre 1985, dite directive OPCVM ou UCITS (pour « *undertakings for collective investments in transferable securities* »)⁴¹, qui octroie au fonds d'investissement agréé par un État membre un « passeport européen » permettant sa commercialisation dans les autres États membres. Le Grand-Duché de Luxembourg est le premier pays à transposer la directive européenne par sa loi du 30 mars 1988. Plusieurs commentaires et analyses historiques y voient l'acte fondateur de la place financière moderne de ce pays : « La mise en œuvre rapide de la directive UCITS de 1985 a été déterminante pour la croissance rapide du Luxembourg (...) en tant que domicil[e] de fonds d'investissement » (Wójcik, 2022 : 518)⁴². Sans être dénuée de fondements, cette interprétation – comme bien d'autres sur l'histoire financière luxembourgeoise (Majerus & Zenner, 2020) – mérite d'être nuancée. Au moins aussi déterminante y a été l'adoption, dès le 30 août 1983, d'une loi ouvrant la voie à une nouvelle forme de fonds d'investissement aux implications fiscales majeures : la société d'investissement à capital variable (SICAV). Formellement, la seule différence significative vis-à-vis du fonds d'investissement traditionnel constitué sous la forme d'une indivision est que la SICAV est une société dotée de la personnalité juridique. Le fonctionnement économique, illustré par le schéma 1, est inchangé. Cela étant, comme nous l'explicitons ci-dessous, cette différence formelle permet une technique d'optimisation fiscale inédite.

Par rapport aux entraves juridiques qui avaient justifié l'instauration de « l'indivision » dans la loi du 27 mars 1957, la loi luxembourgeoise du 30 août 1983 lève les obstacles à la constitution d'une SICAV en autorisant l'émission d'actions en continu. Plus encore, elle gratifie cette structure de l'exemption fiscale dont bénéficiaient les fonds d'investissement traditionnels. Le vice-Premier ministre et ministre de l'Économie du pays, Jacques Poos (Parti ouvrier socialiste

⁴⁰ Paragraphes 101 et 106 du Livre blanc de la Commission européenne à l'intention du Conseil européen, « L'achèvement du marché intérieur », 14 juin 1985.

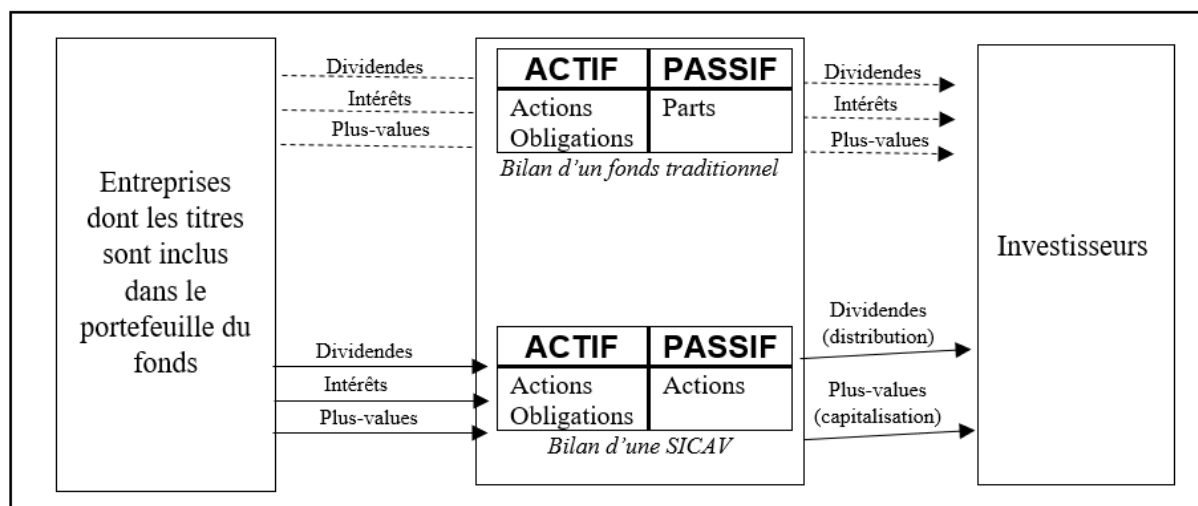
⁴¹ Directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (*Journal officiel des Communautés européennes*, L 375, 31 décembre 1985).

⁴² Pour une opinion similaire, cf. Dörry (2015) et Fassone (2022).

luxembourgeois, PSOL), rend compte clairement de l'esprit de cette mesure : « La place financière de Luxembourg s'est formée et s'est développée parce que son cadre politique, administratif et légal correspondait à un certain nombre de besoins spécifiques de la part des acteurs économiques internationaux. (...) Il appartient donc aux autorités et aux établissements financiers de valoriser constamment les virtualités de ce cadre existant pour répondre aux besoins spécifiques nouveaux des échanges financiers internationaux » (Poos, 1985 : 13). Les milieux financiers saluent rapidement « la politique des autorités luxembourgeoises de non-taxation des revenus de l'épargne, et le développement éclairé d'un cadre propice au développement des [fonds d'investissement] » (de la Rochefordière, 1989 : 164). Mais quels avantages tirent-ils de cette nouvelle forme de fonds qui diffère seulement par sa nature juridique ?

Le principal atout de la SICAV est alors la « transformation » des revenus qu'elle permet : contrairement au fonds d'investissement traditionnel, qui agit comme simple transfert de revenus (un dividende reçu par le fonds est distribué *sous cette forme* aux investisseurs), la SICAV est une société qui rémunère les investisseurs en tant qu'actionnaires (cf. Schéma 2). Elle peut donc transformer les rendements de son portefeuille – dividendes, intérêts et plus-values – en deux types de revenus à destination des participants au fonds : des dividendes (si elle distribue les flux de revenus) ou des plus-values (si elle capitalise ces flux, c'est-à-dire les réinvestit en nouveaux titres). La SICAV devient ainsi une arme pour l'optimisation fiscale : la forme du revenu est déterminée par la fiscalité du pays du résident. Dès 1986, les Belges peuvent ainsi investir dans une SICAV luxembourgeoise, dont les revenus prennent la forme de plus-values qui, contrairement aux dividendes et intérêts, ne sont pas imposées⁴³. L'ampleur de l'évasion fiscale est phénoménale : l'année suivante, 19 SICAV luxembourgeoises récoltent déjà 1,6 milliard d'euros en Belgique ; en 1988, elles sont 37 et atteignent 7 milliards d'euros. En 1989, 11,3 milliards d'euros sont confiés en Belgique à 48 SICAV luxembourgeoises, soit plus du double du montant collecté par tous les fonds belges⁴⁴.

Schéma 2. Origine de l'avantage fiscal de la SICAV



Sources : Réalisation de l'auteur.

⁴³ La situation est similaire sur le marché français (Delattre & Charpentier, 1990).

⁴⁴ Commission bancaire, Rapport annuel, 1989.

Pour les partisans d'une réforme du cadre belge, les planètes semblent alignées : des gouvernements Martens successifs convaincus par la nécessité de « moderniser » la structure économique, une directive européenne à intégrer, et une impressionnante fuite de capitaux⁴⁵. À l'époque du gouvernement Martens VIII (CVP/PS/SP/PSC/VU, 1988-1991) et sous l'impulsion du ministre des Finances, Philippe Maystadt (PSC), un ensemble de mesures macroéconomiques est adopté entre décembre 1989 et janvier 1991 afin de promouvoir la place financière belge, couvrant notamment les domaines de la dette publique, de la politique monétaire, de la Bourse et de la fiscalité (Duterme, 2023a). En ce qui concerne plus étroitement l'enjeu des fonds d'investissement, plusieurs assouplissements des règlements de la Commission bancaire ont été adoptés dès 1986, en matière de politiques de placement, de transparence et de distribution⁴⁶. Quant à la réforme portée par la loi du 4 décembre 1990⁴⁷, elle « va plus loin que ce qu'aurait nécessité la stricte adaptation à la directive européenne : [elle] répond au souci de mettre les institutions financières belges dans une position compétitive sur un marché libéralisé »⁴⁸. Concrètement, elle encourage la constitution de SICAV belges en gratifiant leurs revenus d'une exonération fiscale quasi complète : la base imposable de la société est cantonnée aux tantièmes et dépenses non admises (généralement nuls), et la distribution aux investisseurs n'est pas imposée si elle prend la forme de plus-values. Trente SICAV belges sont commercialisées dès 1991 et collectent directement 2,4 milliards d'euros, soit autant que les fonds d'investissement traditionnels⁴⁹. Comme le résume un dirigeant de la Banque Bruxelles Lambert, « on organise donc un régime qui, d'une part, "normalise" l'attrait des sociétés d'investissement étrangères et, d'autre part, permet la création de sociétés d'investissement belges dont les revenus ne sont pas, par rapport aux premières, discriminés » (De Baenst, 1990 : 298).

Si elle parvient à populariser les fonds d'investissement en Belgique, la décennie de l'impulsion fiscale (1981-1990) affecte également et plus largement la répartition des richesses au sein du pays : alors que stagne l'imposition des revenus du travail – dont la part dans le PIB décroît (Valenduc, 1991) –, l'imposition des revenus du capital passe en à peine six ans (1985-1991) de 83,7 % à 68,5 % pour les dividendes et de 43,2 % à 15,8 % pour les intérêts liés aux obligations (Conseil supérieur des finances, 1993). Et le Conseil supérieur des finances (CSF) de mettre en garde contre les conséquences de la « défiscalisation compétitive », telle que « une érosion du consensus social, dès lors qu'en période d'assainissement budgétaire, la mobilité des assiettes financières empêche que les efforts soient équitablement répartis » (*Ibid* : 22).

Outre cette dimension fiscale, le nouveau cadre légal de 1990 innove sur deux plans. Premièrement, conformément à la directive européenne de 1985 et contrairement à la loi de 1957, il autorise les fonds d'investissement à librement exercer les droits de vote attachés aux actions de leur portefeuille, en leur interdisant toutefois d'acquérir une « influence décisive » sur la gestion d'une entreprise (Nothomb, 1998). Deuxièmement, il étend considérablement le spectre des politiques de placement autorisées. Il en résulte une profusion de fonds dont le

⁴⁵ Sur le rôle du narratif de la fuite des capitaux dans la réforme financière de 1990, cf. Duterme (2022).

⁴⁶ Commission bancaire, Rapport annuel, 1986.

⁴⁷ Loi du 4 décembre 1990 relative aux opérations financières et aux marchés financiers (*Moniteur belge*, 22 décembre 1990).

⁴⁸ Chambre des représentants, *Projet de loi relatif aux opérations financières et aux marchés financiers*, n° 1156/1, 18 avril 1990.

⁴⁹ Commission bancaire, Rapport annuel, 1991.

caractère « novateur » permet un succès commercial fulgurant ; le phénomène de mode soutient ainsi l'impressionnante croissance de la suite de cette deuxième période (1991-2006) (cf. Graphique 4).

Les SICAV de trésorerie – ou « fonds monétaires » – sont les premiers placements en vogue : ils collectent déjà 6 milliards d'euros en décembre 1990 et atteignent un pic de 14,8 milliards d'euros trois ans plus tard⁵⁰. Leur singularité est de remplir leur portefeuille de titres à courte maturité (endéans les six mois), plutôt que d'actions et d'obligations. L'avantage principal de ces structures, outre l'immunisation fiscale, est d'offrir une liquidité semblable et un rendement supérieur aux comptes à vue. Nés aux États-Unis dans les années 1970, ces fonds y ont mis sous pression les banques traditionnelles et ont permis d'atteindre un nouveau public (Fink, 2011). Selon la Commission bancaire, il en est de même en Belgique vingt ans plus tard : « Les SICAV de trésorerie remplacent dans une certaine mesure les dépôts en banque classiques et constituent une menace pour le rôle d'intermédiation des établissements de crédit » (Commission bancaire, 1990 : 229). L'avenir désamorce ces craintes : contrairement à la situation états-unienne, le marché belge des fonds d'investissement demeure largement soutenu par les groupes bancaires, de telle sorte que « le succès de cet instrument entraîne surtout un glissement des activités bilantaires des banques vers les activités hors bilan » (Association belge des banques, 2001 : 57).

La baisse des taux d'intérêt entame progressivement la popularité des fonds monétaires, au profit des produits structurés. Ces produits se définissent par une combinaison d'au moins deux titres financiers permettant de déployer, sur une période limitée, une stratégie de placement prédéterminée ; par exemple, l'achat simultané d'une obligation fiable et d'une option d'achat⁵¹ sur une action risquée. Si l'évolution du prix de l'action est favorable, le rendement du produit structuré est gonflé mais, dans (presque) tous les cas, le revenu de l'obligation est conservé (d'où l'expression « produit à capital garanti »). Malgré leur complexité, les produits structurés sont vendus à des particuliers dans plusieurs pays à partir des années 1990, dont la Belgique où ils absorbent 8,5 % de l'épargne financière des ménages (entre 2002 et 2010) – ce qui est, de loin, le score le plus élevé au monde (Célérier & Vallée, 2013). Ils peuvent prendre différentes formes juridiques, dont celle du fonds d'investissement. La baisse des taux du début des années 1990 alimente les prix des obligations ; les premiers produits structurés à conquérir le marché belge sont donc des SICAV dont le portefeuille est constitué d'obligations et de produits dérivés (pour obtenir un rendement semblable à l'exemple évoqué ci-dessus). Dans son rapport annuel, la Commission bancaire accueille favorablement cette apparition : « La croissance impressionnante du nombre et du type d'organismes de placement montre à quel point ce mouvement de désintermédiation prend de plus en plus le pas sur la distribution de produits d'épargne classiques. Après les SICAV de trésorerie, les SICAV en obligations, qui offrent un remboursement d'un montant minimal après une durée préétablie, constituent à cet égard une étape supplémentaire » (Commission bancaire, 1991 : 182).

⁵⁰ Chiffres de l'Association belge des organismes de placement collectif (ABOPC), cités dans D. Forthomme (1995).

⁵¹ Une option d'achat est un contrat entre deux parties qui donne le droit à son détenteur d'acheter à une date et à un prix prédéterminés un autre titre (appelé le sous-jacent) à l'autre partie. La partie qui a acheté l'option ne l'exerce à maturité (c'est-à-dire n'achète à l'autre partie le sous-jacent) que si le prix prédéterminé est alors inférieur au prix du sous-jacent.

Ainsi, entre 1990 et 1993, en raison de la hausse des prix (« effet de valorisation boursière ») et des souscriptions nettes (« effet de popularité »), les fonds d'obligations croissent à un taux annuel de 81,5 %, passant de 9 à 22 milliards d'euros⁵². La remontée des taux de la Fed aux États-Unis engendre une forte baisse du cours des obligations – parfois qualifiée de « krach de 1994 » – et refroidit brusquement la mode des SICAV obligataires, principalement soutenue par les fonds luxembourgeois (cf. Graphique 4). Dès l'année suivante, la croissance des montants investis dans les fonds d'investissement se poursuit grâce à un nouveau phénomène : les « SICAV indicielles à capital garanti ». Leur portefeuille est composé d'actions incluses dans un indice boursier de référence (comme le BEL 20), ainsi que de produits dérivés censés assurer le maintien de la valeur initialement investie. Malgré leur complexité signalée par la Commission bancaire (1993), ces fonds sont présentés comme un « placement sans risque, plutôt [que comme] un placement en actions » (ABB, 2002 : 84). Leur succès dépasse les vedettes précédentes : inexistant en décembre 1992, ils collectent 20 milliards d'euros six ans plus tard, ce qui représente plus de 20 % du volume total géré via des fonds en Belgique⁵³.

Les fonds indiciels à capital garanti profitent bien sûr de l'essor boursier des années 1990, mais également de l'effort publicitaire des banques : « [La croissance des fonds] s'explique pour beaucoup par le succès des fonds dits "equifix", dont le profil de risque et le rendement attrayant a été fortement mis en exergue sur le plan commercial » (Commission bancaire, 1995 : 196). Même la presse non financière se fait désormais l'écho de ces arguments de vente. Ainsi, *Le Soir* écrit en 1996 : « Le développement des SICAV "nouvelles" (SICAV à terme fixe, SICAV garanties, SICAV indicielles) est également à souligner. À la fois plus sophistiquées et plus rassurantes, elles semblent avoir séduit l'investisseur »⁵⁴. La chute des cours boursiers en mars 2002 – « l'éclatement de la bulle Internet » – interrompt la croissance des montants investis, mais pas l'ingéniosité des « structureurs » des banques qui proposent sans cesse de nouvelles « solutions » aux investisseurs. Ainsi, dès l'année suivante, la part de marché des produits structurés s'élargit à nouveau : « La barre des 25 % [du volume investi en fonds est] franchie pour la première fois, et l'analyse des résultats des ventes en 2003 montre que l'on peut en fait diviser l'année en trois sous-périodes, le niveau de risque moyen des fonds lancés augmentant systématiquement au fur et à mesure que l'année avançait (et que le sentiment des investisseurs s'améliorait) » (Schoeters, 2003 : 151). En 2007, les montants investis en fonds constitués en produits structurés atteignent 42,6 milliards d'euros, soit plus de 12 % du PIB⁵⁵.

Jusqu'au terme de cette deuxième période, marqué par la crise des *subprimes*, les produits structurés constituent donc le moteur principal de la croissance des montants investis en fonds d'investissement : ils représentent 88 % des fonds créés en 2005 et 93 % en 2006⁵⁶. Trois facteurs peuvent être épinglés pour rendre compte de ce phénomène : la permissivité de la Commission bancaire, l'évolution du *business model* des banques et la position gouvernementale sur l'enjeu de la compétitivité des centres financiers.

Primo, comme le note Erwin Schoeters, « structureur » chez KBC Asset Management et futur président de l'association belge des gestionnaires d'actifs (BEAMA), « ce type de fonds n'a actuellement du succès en Europe qu'en Belgique, en France, en Espagne et au Luxembourg.

⁵² Chiffres de l'ABOPC, cités dans D. Forthomme (1995).

⁵³ Chiffres de l'ABOPC, repris dans l'annexe statistique de *Revue de la banque*, volume 63, n° 6, 1999, p. 298.

⁵⁴ *Le Soir*, 28 juin 1996.

⁵⁵ Chiffres de la BEAMA, cités dans Arickx et al. (2018).

⁵⁶ Commission bancaire, Rapport annuel, 2006.

Cela est dû en grande partie à l'attitude des autorités de contrôle dans les autres pays [qui] ont souvent adopté une approche très prudente à l'égard de ces types de fonds en raison de l'absence d'un cadre réglementaire clair concernant l'utilisation de produits dérivés par ces fonds » (Schoeters, 2003 : 153). De fait, à rebours de ses positions plus conservatrices des années 1960 et 1970, la Commission bancaire désire encourager le développement de ce secteur en minimisant ses interventions, tant dans la politique de placement que dans la stratégie publicitaire⁵⁷. Elle autorise, par exemple, la commercialisation au public d'un produit structuré très risqué – le « reverse convertible » –, tout en permettant jusqu'en 2002 qu'il soit présenté comme une SICAV d'obligations⁵⁸. Aussi peut-on être surpris par l'avis des quatre experts mandatés par la commission spéciale chargée d'examiner la crise financière et bancaire : « Force est de constater, quand on examine la réglementation belge sur les organismes de placement collectif, que la Belgique est restée prudente à cet égard »⁵⁹.

Secundo, les banques belges s'impliquent intensément dans l'élaboration et la vente de fonds d'investissement. Le contexte des années 1990 et 2000 constitue à cet égard un incitant, tant sur le volet de la régulation – déspecialisation, privatisations, libéralisation de l'accès aux marchés financiers et introduction des ratios de fonds propres – que sur celui de la macroéconomie – réduction des marges d'intermédiation par les taux bas (Hulpiau et al., 2011). Par ailleurs, la position privilégiée des banques belges vis-à-vis de la dette publique, garante d'une confortable rentabilité depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale, est critiquée (De Grauwe, 1978), puis réformée au début des années 1990⁶⁰. Désormais mises en concurrence avec des investisseurs étrangers sur un « marché de la dette », les banques belges réduisent la part de la dette publique dans leurs bilans. En conséquence, elles (sur)compensent la mise sous pression des revenus issus de l'intermédiation (crédits, privés et publics, à partir des dépôts) par les commissions générées par l'offre de nouveaux « services financiers », comme la vente de parts de fonds d'investissement. Georges Martin, membre de l'Association belge des banques (ABB), s'en réjouit : « Dans les grandes banques en 1998, les résultats de l'intermédiation financière ne représentaient plus que 58 % du produit bancaire et les revenus divers 42 %. Les banques belges ont fait preuve dans ce domaine d'une remarquable capacité d'adaptation, et le rôle qu'elles ont joué dans le boom récent du secteur des [fonds] n'est certes pas à sous-estimer. Il fallait notamment arriver à vaincre l'aversion proverbiale pour le risque de l'épargnant belge, et le développement de produits comme les fonds à capital garanti est une des meilleures illustrations de la créativité de leurs spécialistes pour rencontrer les besoins spécifiques de la clientèle » (Martin, 1999 : 465).

⁵⁷ Durant les années 1980 et 1990, la Commission bancaire est structurée autour du mandat de quatre hommes : Jean-Louis Duplat (avocat, président de 1989 à 2001), Bernard Van Ommeslaghe (homme d'affaires, membre de 1982 à 2000), Bavo Cool (avocat, membre de 1976 à 1997) et William Fraeys (économiste proche du PS, membre de 1980 à 1999). Au tournant des années 2000, la composition est transformée. Jean-Paul Servais (ancien chef de cabinet du ministre MR Didier Reynders) y entre comme vice-président en 2002 et en assure la présidence à partir de 2007.

⁵⁸ *L'Écho*, 22 janvier 2008. L'appellation « SICAV d'obligations » désigne un fonds dont l'actif est majoritairement composé d'obligations, ce qui suggère un risque faible.

⁵⁹ Chambre des représentants et Sénat, Commission spéciale chargée d'examiner la crise financière et bancaire, *Rapport*, n° 1643/2, 27 avril 2009, p. 176. Ces quatre experts sont Georges Hübner (professeur de finance à HEC Liège), Michel Massart (professeur de management à Solvay), Ludo Swolfs (réviseur d'entreprise) et Walter Van Gerven (avocat, professeur de droit à la KULeuven).

⁶⁰ Pour une présentation de la réforme par un de ses acteurs, cf. Lefebvre (1993). Pour des éléments d'analyse, cf. Lemoine & Piron (2023).

Les produits structurés, en particulier les plus complexes, offrent une grande liberté aux banques dans le calcul des commissions : par exemple, les « fonds Safe » lancés par Fortis en 2004 (produits structurés à capital garanti) s'autorisent des frais de gestion annuels de 1,75 % et des frais d'entrée de 2,5 %⁶¹. Par ailleurs, malgré leur appellation, ils n'offrent une protection que d'un pourcentage du capital investi, ce pourcentage dépendant de l'évolution de la valeur du portefeuille du fonds. Selon le responsable des produits structurés chez Fortis Investments, cela « est nécessaire pour pouvoir entrer sur le marché à 100 %, sinon nous devrions rester en cash »⁶². Un ancien trader du département des produits structurés se souvient de « la stratégie agressive *client-driven* : on vendait des *reverse* convertibles sur les boîtes à la mode comme Lernout & Hauspie. On avait une VaR⁶³ de 15 millions rien que pour les produits structurés actions »⁶⁴. Cette stratégie commerciale offre aux principales banques belges des résultats inédits : la rentabilité des capitaux propres (*return on equity*) de Fortis, Dexia et KBC est d'environ 20 % de 2004 à 2006⁶⁵. Elle leur permet également de continuer à dominer le marché des fonds que la directive UCITS n'est pas encore parvenue à européaniser : « La pénétration du marché belge par les promoteurs étrangers est freinée par la forte implantation des réseaux d'agences dont disposent les grands établissements de crédit nationaux » (Forthomme, 1995 : 132).

Tertio, les gouvernements successifs – Dehaene I (CVP/PS/SP/PSC, 1992-1995), Dehaene II (même composition, 1995-1999), Verhofstadt I (VLD/PS/Fédération PRL FDF MCC/SP/Écolo/Agalev, 1999-2003) et Verhofstadt II (VLD/PS/MR/SP.A–Spirit, 2003-2007) – veillent à offrir un cadre stimulant l'innovation financière et le développement des fonds d'investissement (et des produits structurés en particulier). À cet égard, la loi du 5 août 1992 relative aux organismes de placement en créances⁶⁶ est symptomatique : afin de « voir la Belgique développer une position privilégiée dans cette “niche” de la titrisation de créances internationales », elle fait en sorte que « le cadre légal et fiscal soit mis en place rapidement, et que les intermédiaires financiers belges développent une expertise suffisante dans ce domaine »⁶⁷. Avant d'être au cœur de la crise des *subprimes*, ces nouveaux fonds connaissent un franc succès, recueillant 510 millions d'euros en 1996 et 2,9 milliards d'euros deux ans plus tard⁶⁸. Ils sont par ailleurs mobilisés par les pouvoirs publics pour organiser la privatisation de l'Office central de crédit hypothécaire (OCCH) en 1998⁶⁹ et la titrisation de créances fiscales en 2005⁷⁰. En parallèle, jusqu'en 2006, le régime fiscal des SICAV demeure très proche de celui en vigueur au Luxembourg, à tel point que certains États – comme la Suisse – refusent

⁶¹ *L'Écho*, 24 mai 2008.

⁶² F. Stoop, cité dans *L'Écho*, 24 mai 2008.

⁶³ La VaR (*value at risk*) est une mesure de l'exposition d'un portefeuille aux mouvements des prix. Elle capture la perte correspondant à un intervalle de confiance : la VaR journalière 10 % est égale à une perte qui ne sera dépassée qu'un jour sur dix, sous certaines hypothèses statistiques.

⁶⁴ Extrait d'un entretien réalisé par l'auteur avec un trader.

⁶⁵ Chambre des représentants et Sénat, *Commission spéciale chargée d'examiner la crise financière et bancaire, Rapport*, n° 1643/2, 27 avril 2009.

⁶⁶ Loi du 5 août 1992 modifiant, en ce qui concerne les organismes de placement en créances, la loi du 4 décembre 1990 relative aux opérations financières et aux marchés financiers (*Moniteur belge*, 9 septembre 1992).

⁶⁷ Sénat, *Projet de loi modifiant, en ce qui concerne les organismes de placement en créances, la loi du 4 décembre 1990 relative aux opérations financières et aux marchés financiers*, n° 1377/1, 21 juin 1991.

⁶⁸ Chiffres de l'ABOPC, repris dans l'annexe statistique de *Revue de la banque*, volume 63, n° 6, 1999, p. 298.

⁶⁹ Fondé en janvier 1936, l'OCCH visait à réguler le marché des prêts hypothécaires, notamment via l'octroi direct de prêts et le rachat de créances (BNB, 1960).

⁷⁰ *La Libre Belgique*, 29 septembre 2005.

d'octroyer aux SICAV belges la réduction de retenue à la source prévue par les « conventions préventives de la double imposition », estimant que la soumission à l'impôt des sociétés en Belgique est « artificielle » (Gheret & Mareels, 1999).

La métamorphose des fonds d'investissement au cours de cette deuxième période (1981-2006) n'est pas redevable à l'évolution du taux d'épargne des Belges : si ce dernier a certes grimpé entre 1988 et 1993, il est ensuite revenu à son niveau initial de 16 % au début des années 2000 (BNB, 2002). La multiplication par 36 de la part du PIB investie en fonds par la Belgique est donc entièrement due aux deux autres facteurs identifiés précédemment. D'une part, l'effet de valorisation boursière : l'indice de la Bourse de Bruxelles est multiplié par 14,93 au cours de cette période⁷¹. D'autre part, l'effet de popularité : la part de l'épargne investie en fonds est boostée par des incitants fiscaux et des stratégies commerciales (du côté de l'offre), et probablement par une attitude plus enthousiaste vis-à-vis des placements boursiers (du côté de la demande).

La crise financière qui s'étale de 2007 à 2012 atteint profondément ces différents leviers : les cours plongent, la méfiance gagne les investisseurs, et le climat politique favorise la limitation des incitants fiscaux et des stratégies commerciales des banques. Résultat : la part du PIB investie en fonds d'investissement chute de 27 % entre 2006 et 2011 (cf. Graphique 2). Le secteur rebondit ensuite, pour regagner son niveau d'avant-crise en 2015 et dépasser le seuil historique des 100 % du PIB en 2021.

1.3. 2006-2021 : le rebond via l'institutionnalisation

La dernière période de notre panorama historique se divise assez nettement en deux temps. D'abord, de 2006 à 2012, le secteur belge des fonds d'investissement se rétracte. L'effet de la chute des prix lors de la crise financière affecte immédiatement la valeur des actifs gérés par les fonds. Il est prolongé par des évolutions plus structurelles : détournement des ménages vis-à-vis des placements risqués, régulation des produits structurés, et réduction des incitants fiscaux. Au 31 décembre 2011, les fonds d'investissement ne collectent chez les Belges que 70 % des montants collectés en 2006. Ensuite, de 2013 à 2021, la tendance s'inverse. À première vue, la rupture est cinglante : au 31 décembre 2021, les montants placés en fonds par la Belgique ont plus que doublé par rapport à 2006, et plus que triplé par rapport à 2011. L'analyse révèle que ce « rebond » est à la fois d'une autre nature que la croissance de la période précédente et moins marqué que ne le suggèrent ces chiffres. En effet, ce ne sont pas les ménages belges, mais les compagnies d'assurances, les fonds de pension et les PME qui en sont les principaux moteurs. Plus, les fonds d'investissement eux-mêmes placent désormais d'importants montants dans d'autres fonds, ce qui contribue à gonfler les statistiques du secteur. Les fonds d'investissement ont souvent été présentés comme les victimes collatérales de la crise déclenchée en 2007 : leur valeur a chuté à cause de l'irresponsabilité d'*autres* institutions financières. C'est ce que soutient ainsi dès mars 2008 la BEAMA – successeure de l'Association belge des organismes de placement collectif (ABOPC) – dans un communiqué de presse⁷². Deux enjeux invitent à nuancer cette interprétation. D'une part, les institutions au cœur

⁷¹ L'indice de la Commission de la Bourse de Bruxelles vaut 836,31 en 1981 et 2 974,09 en 1990, puis est remplacé par le BEL 20 qui vaut 1 000 en 1990 et 4 199,75 en 2006 ; les différences méthodologiques importantes entre ces deux indicateurs limitent la validité du résultat de 14,93. Pour une explication sociologique de ces différences, cf. Duterme (2021).

⁷² Relayé dans *L'Écho*, 4 mars 2008.

de la crise des *subprimes* sont les banques ; or, contrairement à la situation états-unienne (Fink, 2011), le marché belge des fonds d'investissement demeure concentré autour des produits vendus par Fortis, Dexia, KBC et ING. De plus, comme nous l'avons soulevé, la commercialisation énergique des fonds participe à une réorientation du *business model* de ces banques qui est à l'origine des fatales fragilités bilantaires. D'autre part, un type de fonds d'investissement – le fonds monétaire – a constitué un chaînon essentiel de ce nouveau *business model* en remplissant son portefeuille de titres de dettes à court terme émis par des banques. En 2007, plus de 35 milliards de dollars de tels titres sont émis via les banques belges, dont 30 libellés en dollars afin d'investir dans le marché des *subprimes* (Acharya & Schnabl, 2010). Bien que certaines sociétés d'investissement belges soient au cœur de cet engrenage lorsque survient la crise, comme la société Petercam qui gèle son fonds monétaire « Moneta »⁷³, cette deuxième nuance concerne moins directement les fonds belges, parmi lesquels les fonds monétaires ne représentent que 7,78 % en 2007⁷⁴.

Le secteur des fonds d'investissement n'est donc pas une victime collatérale de la crise financière. Il n'en est pas moins profondément atteint : non seulement la valeur des portefeuilles dégringole, mais de nombreux Belges demandent le remboursement de leur part⁷⁵. L'impact est durable : les montants gérés via des fonds passent de 221,6 milliards d'euros en 2006 à 154,8 milliards d'euros cinq ans plus tard (cf. Graphique 5). Aussi brutal soit-il, l'effet de valorisation boursière a été momentané – le BEL 20 atteint son indice le plus bas dès février 2009 – et ne permet donc pas de rendre compte de cette longévité de la baisse des montants collectés. Trois facteurs complémentaires doivent être épinglés.

Primo, les ménages belges changent d'attitude : ils se retirent des fonds pour acquérir des obligations classiques. La presse financière conseille d'ailleurs ce « repli » à son lectorat⁷⁶. Ainsi, de 2007 à 2013, les demandes de remboursement de parts de fonds excèdent les nouveaux achats six années sur sept⁷⁷ ; à l'inverse, les obligations détenues par des particuliers passent de 71,9 à 106 milliards d'euros entre 2007 et 2011⁷⁸.

⁷³ L'actif du fonds Moneta est surtout composé de ces titres de dette à court terme émis par les banques et perd ainsi plus de 10 % de sa valeur en quelques mois. Pour éviter la crise de liquidité (équivalent du *bank run* pour les fonds), la société de gestion Petercam gèle le fonds : les épargnants ne sont plus autorisés à vendre leur part. Cf. *L'Écho*, 5 novembre 2008.

⁷⁴ Chiffres de la BEAMA, cités dans Arickx et al. (2018).

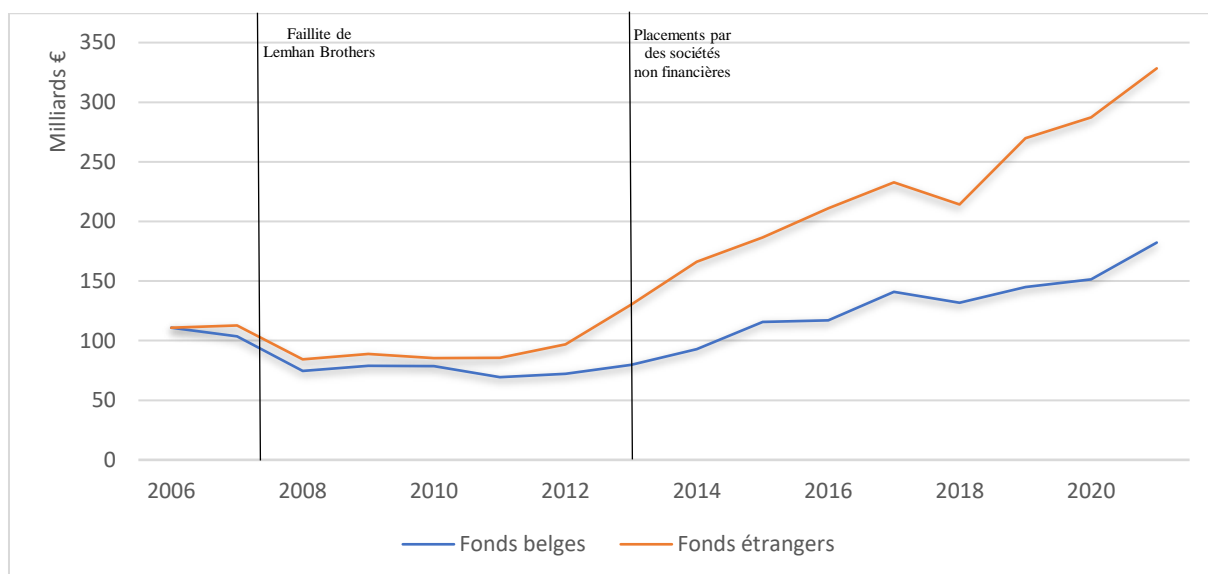
⁷⁵ *L'Écho*, 18 février 2009.

⁷⁶ *L'Écho*, 22 janvier 2008.

⁷⁷ Chiffres de la BEAMA, cités dans Arickx et al. (2018).

⁷⁸ BNB, Compte financier, <https://stat.nbb.be>.

Graphique 5. Montants placés par des résidents belges dans des fonds d'investissement (2006-2021)



Sources : BNB, Compte financier, <https://stat.nbb.be>.

Secundo, la régulation du secteur financier est remaniée dans le sillage de la crise. Plus critique vis-à-vis des autorités de régulation que les experts mandatés par le Parlement (cf. *supra*), le Comité supérieur pour une nouvelle architecture financière – mis sur pied en décembre 2008 à l’initiative du gouvernement Leterme I (CD&V/MR/PS/Open VLD/CDH) et présidé par Alexandre Lamfalussy⁷⁹ – prescrit une réorganisation des institutions de contrôle qui débouche sur l’instauration en avril 2011 du « modèle Twin Peaks ». Sous ce nouveau régime, la Commission bancaire, renommée Financial Services and Markets Authority (FSMA), délègue de larges volets de ses compétences à la Banque nationale de Belgique (BNB) et se concentre sur les enjeux de protection des investisseurs et sur le contrôle des entreprises financières dont l’importance est jugée non systémique. Parmi ces dernières, figurent les fonds d’investissement. Or, poussé par le climat politique et les initiatives des autorités de régulation des pays voisins, le président de la FSMA, Jean-Paul Servais (ancien chef de cabinet de Didier Reynders, MR), annonce rapidement son intention d’intervenir dans le domaine des produits structurés. Mais l’instance qui, hier, aspirait surtout à « aider le secteur financier dans son développement harmonieux » (Servais, 2007 : 388), n’a pas changé de stratégie du jour au lendemain : cette intention se traduit en juin 2011 par un « moratoire volontaire », durant lequel les institutions financières peuvent adhérer à l’invitation de « ne pas commercialiser auprès des investisseurs particuliers des produits structurés qui sont considérés comme particulièrement complexes »⁸⁰. S’ensuit une consultation des principaux acteurs du secteur afin d’opérationnaliser ce critère de

⁷⁹ Banquier à la tête de l’Institut monétaire européen (IME) de 1994 à 1997. À ses côtés, siègent Jean-François Cats (réviseur d’entreprise étiqueté PS), Daniel Gros (ancien économiste du FMI et de la Commission européenne, à la tête du *think tank* Centre for European Policy Studies - CEPS), Willy Kiekens (directeur au FMI), Olivier Lefebvre (ancien chef de cabinet du ministre PSC Philippe Maystadt : cf. *supra*), Geert Noels (économiste chez Petercam), Peter Praet (ancien chef de cabinet de D. Reynders et économiste au Comité de Bâle) et Eddy Wymeersch (président du comité européen des régulateurs, échelon européen de la FSMA).

⁸⁰ FSMA, « Moratoire sur la commercialisation de produits structurés particulièrement complexes », communication, 20 juin 2011.

démarcation que constitue l'expression « particulièrement complexe ». Ayant rencontré l'adhésion quasi unanime du secteur, le moratoire est finalement pérennisé. Certes, la chute des montants investis en fonds constitués en produits structurés survient dès 2008, passant de 42,6 à 19,6 milliards d'euros en quatre ans⁸¹. Toutefois, comme s'en plaignent rapidement certains « structureurs »⁸², elle est sans doute prolongée par cette régulation douce, puisque ces produits ne représentent plus que 10,8 milliards d'euros en 2015 et 2,7 milliards d'euros en 2021 – soit à peine 1 % du volume investi en fonds⁸³.

Tertio, les incitants fiscaux sont réduits, en particulier sous le gouvernement Di Rupo (PS/CD&V/MR/SP.A/Open VLD/CDH, 2011-2014). L'amnistie dont bénéficie depuis 1990 la « SICAV de capitalisation » – fonds qui réinvestit ses revenus et dont le rendement prend donc la forme d'une plus-value (cf. Schéma 2) – est entamée par la taxe sur les opérations boursières, qui passe de 0,5 % à 1 % en 2012, puis à 1,32 % en 2014. Lorsqu'il demande remboursement de sa part de la SICAV, l'investisseur est donc taxé sur la valeur nette d'inventaire reçue, à hauteur de ce taux, récemment jugé « exorbitant » par le juriste libéral Guy Kleynen⁸⁴. Par ailleurs, la « SICAV de capitalisation » dont le portefeuille comprend au moins 10 % d'obligations doit appliquer, lors du remboursement d'une part, un impôt sur la fraction de la plus-value générée par ces obligations. Instaurée en 2006, cette taxe – appelée « taxe Reynders », du nom du vice-Premier ministre et ministre des Finances Didier Reynders (MR) – ne porte donc que sur le rendement (et pas sur la valeur nette d'inventaire), mais elle s'alourdit avec les augmentations successives du taux de cet impôt (appelé « précompte mobilier ») : de 15 % à 21 % en 2012, à 25 % en 2013, à 27 % en 2016 et à 30 % en 2017. Plus, en octobre 2012, à la suite d'une décision de la Cour de justice de l'Union européenne (CJUE), les SICAV ne sont plus exonérées d'impôt sur les dividendes qu'elles *reçoivent* d'entreprises belges dont elles détiennent des actions. Enfin, toujours en 2012, l'avantage fiscal attaché aux fonds d'épargne-pension est réformé : une réduction d'impôt de 30 % du montant investi supplante la déduction fiscale⁸⁵. Comme le révèlent les plaintes de la BEAMA⁸⁶, cet affaiblissement – et cette complexification – des incitants fiscaux défavorisent les fonds d'investissement davantage par rapport à d'autres produits financiers, telle la branche 23 (cf. *infra*), que vis-à-vis des fonds étrangers ; pour cause, la « directive de l'épargne »⁸⁷ transposée en 2004⁸⁸, ainsi que les lois successives sur la « déclaration libératoire unique », soumettent progressivement tous les résidents belges aux mêmes taux d'imposition, quel que soit l'emplacement du fonds.

⁸¹ Chiffres de la BEAMA, cités dans Arickx et al. (2018).

⁸² Interviewés dans *L'Écho*, 15 mai 2012.

⁸³ BEAMA, Rapports annuels, 2015-2021. Comme nous l'avons indiqué, le fonds d'investissement ne constitue qu'une des trois formes que peut prendre un produit structuré. Or les deux autres formes – produit d'assurance et obligation – ont moins chuté : alors que les produits structurés se divisent généralement en parts égales entre les trois formes, les fonds d'investissement ne représentent plus en 2021 que 12,5 % des montants investis (chiffres publiés de 2014 à 2021 par la Belgian Structured Investment Products Association dans ses *Market Reports* trimestriels, <https://belsipa.be>). Il demeure que le secteur dans son ensemble a été diminué entre 2010 et 2021, passant de 85 à 22 milliards d'euros de montants investis.

⁸⁴ *L'Écho*, 6 juillet 2022.

⁸⁵ Pour une vue détaillée du cadre fiscal en place en 2019, cf. Van Caubergh (2019).

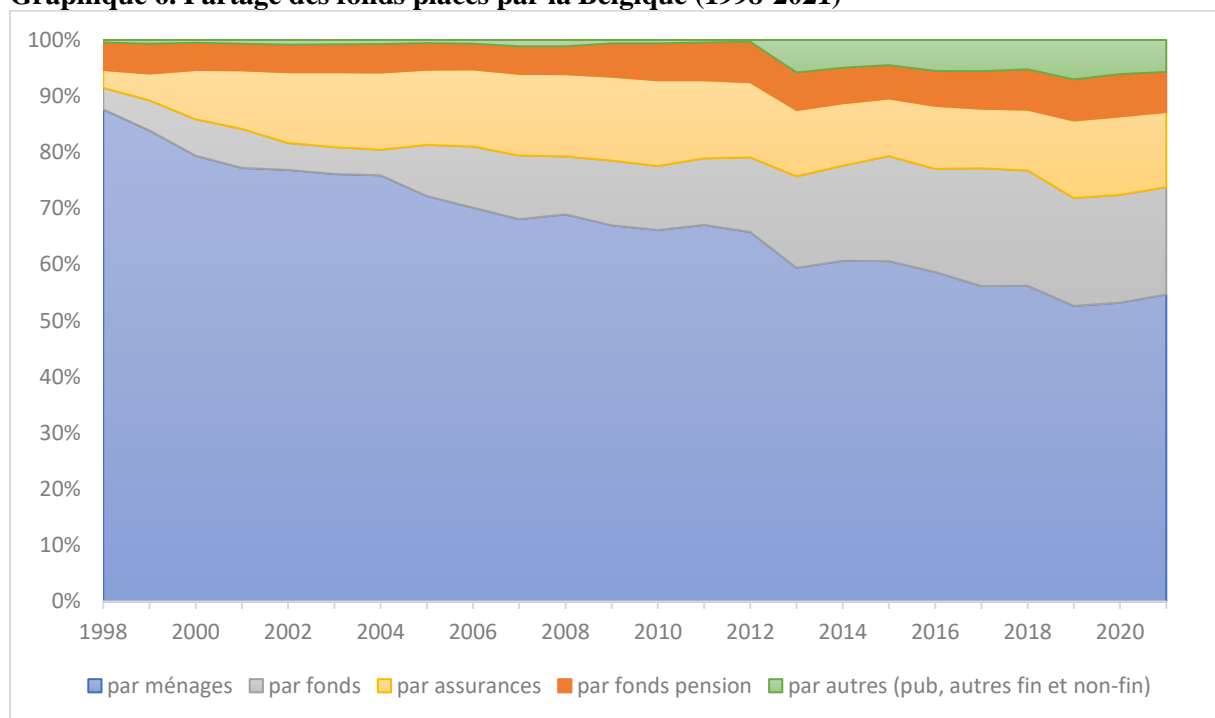
⁸⁶ Relayées entre autres dans *L'Écho*, 2 septembre 2013 et 18 septembre 2019.

⁸⁷ Directive 2003/48/CE du Conseil du 3 juin 2003 en matière de fiscalité des revenus de l'épargne sous forme de paiements d'intérêts (*Journal officiel de l'Union européenne*, L 157/38, 26 juin 2003).

⁸⁸ Loi du 17 mai 2004 transposant en droit belge la directive 2003/48/CE du 3 juin 2003 du Conseil de l'Union européenne en matière de fiscalité des revenus de l'épargne sous forme de paiements d'intérêts et modifiant le Code des impôts sur les revenus 1992 en matière de précompte mobilier (*Moniteur belge*, 27 mai 2004).

Ces trois facteurs permettent de rendre compte du déclin prolongé de ce secteur qui n'avait quasiment connu que la croissance depuis trente ans. Mais comment expliquer le renversement de tendance qui conduit au doublement de la part du PIB investie en fonds entre 2013 et 2021 ? Le taux d'épargne n'y est pour rien : à l'exception des « années Covid », il stagne aux environs de 12,5 %⁸⁹. Le principal moteur de cette deuxième vague est la pluralisation des investisseurs : les particuliers ne sont plus seuls à nourrir les fonds d'investissement. La tendance précède la crise, mais ne cesse de s'approfondir : alors que les ménages sont à l'origine de 87,6 % des montants investis en fonds par les résidents belges en 1998, ils ne représentent plus que 65,8 % en 2012, et 52,6 % en 2019⁹⁰. Ceux que l'on appelle les « investisseurs institutionnels » – fonds de pension, compagnies d'assurance et fonds d'investissement eux-mêmes – prennent ainsi de plus en plus de place sur le marché belge (cf. Graphique 6).

Graphique 6. Partage des fonds placés par la Belgique (1998-2021)



Sources : BNB, Compte financier, <https://stat.nbb.be>.

L'apparition des compagnies d'assurance sur le marché belge des fonds d'investissement est étroitement liée au succès d'un produit d'assurance-vie : la branche 23. Bénéficiant d'une amnistie fiscale très proche de celle du régime de la SICAV (Mohr, 2001), ce « produit » fonctionne comme un fonds d'investissement et connaît un succès retentissant : les montants investis dans la branche 23 de compagnies belges passent de 3,2 à 24,8 milliards d'euros entre 1998 et 2005⁹¹. Or ces compagnies réinvestissent une part substantielle de ces montants dans d'autres fonds d'investissement (1,5 milliard d'euros en 1998 et 16,2 milliards d'euros en 2005) ; de ce fait, alors qu'en 1998 elles ne sont à l'origine que de 3,2 % des montants investis en fonds, elles en représentent 13,8 % six ans plus tard (cf. Graphique 6). Avant la crise,

⁸⁹ BNB, Rapports annuels, 2013-2021.

⁹⁰ BNB, Compte financier, <https://stat.nbb.be>.

⁹¹ Commission bancaire, Rapports annuels, 1998-2005.

plusieurs compagnies proposent des « fonds de *hedge funds* » sous la forme de ces branches 23⁹². Comme nous le verrons dans la suite de cet article, étant donné le rôle des bancassureurs en Belgique, cette évolution affecte peu la concentration du marché des fonds d'investissement.

Au côté de la compagnie d'assurance, le deuxième « investisseur institutionnel » qui alimente le marché belge des fonds d'investissement est le fonds de pension. Ce dernier, officiellement appelé « institution de retraite professionnelle », émerge en 1985 lorsque le gouvernement Martens V (CVP/PVV/PRL/PSC) décide – sous la pression des assureurs (Naczyk, 2013) – de « défamiliariser » la gestion des pensions complémentaires : l'employeur doit désormais confier les cotisations à une compagnie d'assurance (assurance groupe) ou à un fonds de pension (Lewalle, 1986). Le rôle des fonds de pension dans l'économie belge est d'abord très limité : les bénéficiaires de ces pensions sont rares – moins de 7 % des pensionnés en 1985 – et plus de 70 % des cotisations sont recueillies par les compagnies d'assurance (CSF, 2002). Si leur part de marché vis-à-vis des assurances groupe demeure au cours des trente dernières années aux alentours de 25 %⁹³, les fonds de pension bénéficient de l'extension, fiscalement encouragée, des affiliés à ce « deuxième pilier » du système de pension et en font largement profiter les fonds d'investissement. Ainsi, à partir de l'essor des années 1990, qui multiplie par 2,4 leur bilan⁹⁴, ils sont à l'origine de 5 % des montants collectés par les fonds d'investissement (cf. Graphique 6) ; autrement dit, leur placement en fonds suit le taux de croissance du secteur et passe de 4,8 à 36,25 milliards d'euros⁹⁵.

En troisième lieu, les sociétés non financières ont soutenu le secteur belge des fonds d'investissement par une entrée éclatante en 2013 : le montant placé en fonds est passé de 0 euro à 10,4 milliards d'euros⁹⁶. Le ressort de ce virage n'est pas aisé à identifier. Comme souvent dans le marché belge, il réside probablement du côté de l'offre. En 2013, plusieurs banques commercialisent des « fonds institutionnels »⁹⁷, c'est-à-dire des fonds qui ne sont pas accessibles aux particuliers mais seulement à certains investisseurs éligibles (comme les compagnies d'assurances ou les fonds de pension, ainsi que les entreprises qui en font la demande). Responsables de montants négligeables jusqu'alors, ces fonds institutionnels bondissent de 10,4 milliards d'euros⁹⁸. À l'origine de ces montants, figure notamment BNP Paribas, qui lance cette année-là deux « SICAV institutionnelles » : « Lecta » et « Zephyr ». Ces deux fonds collectent respectivement 3,3 milliards d'euros et 1,6 milliard d'euros en moins d'un an⁹⁹. Le rôle des sociétés non financières ne se cantonne pas à cette fameuse année 2013. En 2019, à la suite de l'apparition d'une niche fiscale qui permet l'exonération des revenus

⁹² *L'Écho*, 23 février 2002. Cf. aussi Lion (2004).

⁹³ FSMA, « Aperçu sectoriel : “Le deuxième pilier de pension en images” », 2018-2021, www.fsma.be.

⁹⁴ FSMA, « Statistiques des opérations des institutions de retraite professionnelle », 2008-2021, www.fsma.be.

⁹⁵ BNB, Compte financier, <https://stat.nbb.be>.

⁹⁶ *Ibidem*.

⁹⁷ Cette notion fait son apparition en Belgique via une loi du 10 mars 1999, qui permet la création de fonds d'investissement réservés aux institutionnels (réputés plus sophistiqués que les investisseurs particuliers) : « compte tenu de la qualité des investisseurs visés, ces [fonds d'investissement] ne sont soumis qu'à un statut administratif restreint ; ils ne sont pas assujettis au contrôle de la Commission bancaire et financière ». Cf. la loi du 10 mars 1999 modifiant la loi du 6 avril 1995 relative aux marchés secondaires, au statut des entreprises d'investissement et à leur contrôle, aux intermédiaires et conseillers en placements, fixant le régime fiscal des opérations de prêt d'actions et portant diverses autres dispositions (*Moniteur belge*, 14 avril 1999).

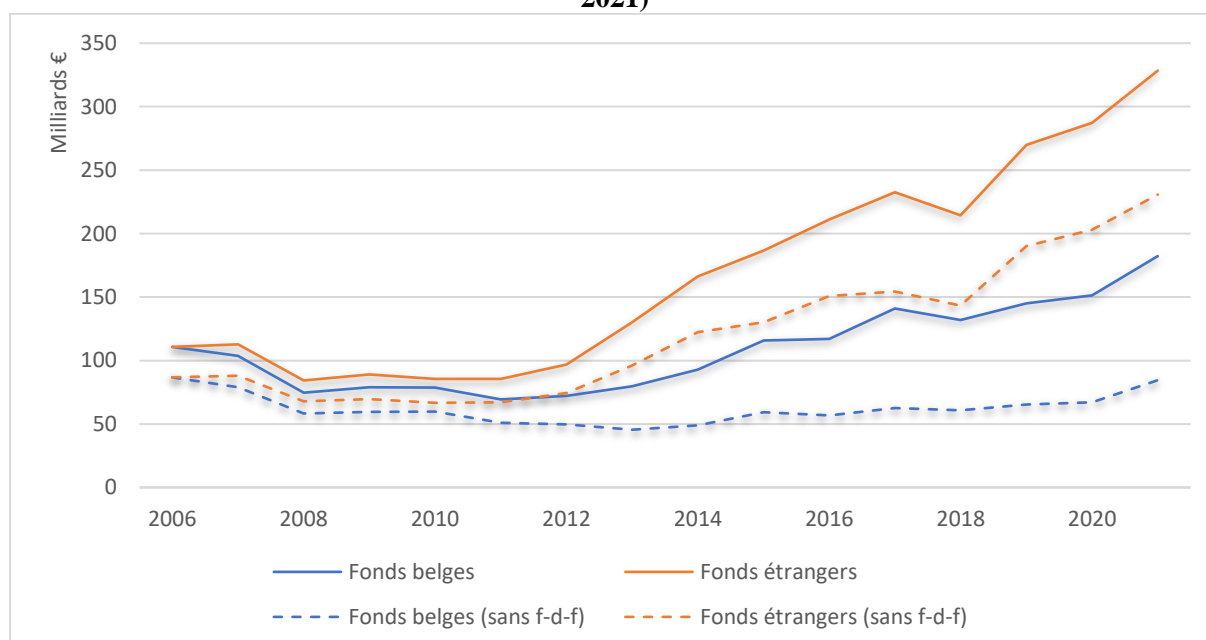
⁹⁸ BNB, Compte financier, <https://stat.nbb.be> ; chiffres de la FSMA. Cf. l'annexe du présent *Courrier hebdomadaire* pour les détails méthodologiques.

⁹⁹ Bilan 2013 des deux SICAV.

reçus d'une certaine forme de fonds (la « SICAV RDT »), la part des montants investis en fonds provenant des sociétés non financières atteint même 4,9 % (cf. Graphique 6).

Enfin, l'innovation à l'origine d'une large part de la croissance de ces dernières années est le « fonds de fonds », c'est-à-dire l'émergence de fonds d'investissement dont le portefeuille est majoritairement constitué de parts d'autres fonds. Longtemps interdite par la Commission bancaire (ancêtre de la FSMA), l'acquisition de parts d'autres fonds devient possible en 1985, mais à hauteur de maximum 5 % du portefeuille total¹⁰⁰. Ces conditions ont progressivement été assouplies, avant d'être quasiment éliminées en 2005 par un arrêté royal achevant la transposition de la directive UCITS III¹⁰¹. Cette année-là, la part des montants investis en fonds *par des fonds* double : elle passe de 4,6 % à 9,1 %. Elle ne cesse ensuite de croître pour atteindre 16 % en 2013, puis 21 % en 2017 (cf. Graphique 6). Cette situation implique que certains placements sont comptés doublement dans les statistiques de la BNB : une première fois lorsqu'ils sont investis par un résident belge – ménage, compagnie d'assurance, fonds de pension ou société non financière – dans un « fonds de fonds » belge, et une seconde lorsqu'ils sont placés par ce dernier dans un autre fonds¹⁰². Pour autant que l'on estime ce doublement artificiel, on peut décompter la seconde partie (c'est-à-dire l'investissement *par* un fonds de fonds belge), soit des montants investis en fonds étrangers (si l'on fait prévaloir le choix du résident qui investit initialement), soit des montants investis en fonds belges (si l'on aspire à identifier le fonds dans lequel, en fin de compte, cet argent atterrit). Ces deux cas sont représentés par les lignes pointillées dans le graphique 7. Ainsi, si l'on ampute les montants placés en fonds belges de la part dévolue aux fonds de fonds, il apparaît que les fonds d'investissement belges n'ont pas regagné leur niveau d'avant-crise en 2021.

Graphique 7. Montants placés par des résidents belges dans des fonds d'investissement (2006-2021)



¹⁰⁰ Commission bancaire, Rapport annuel, 1986.

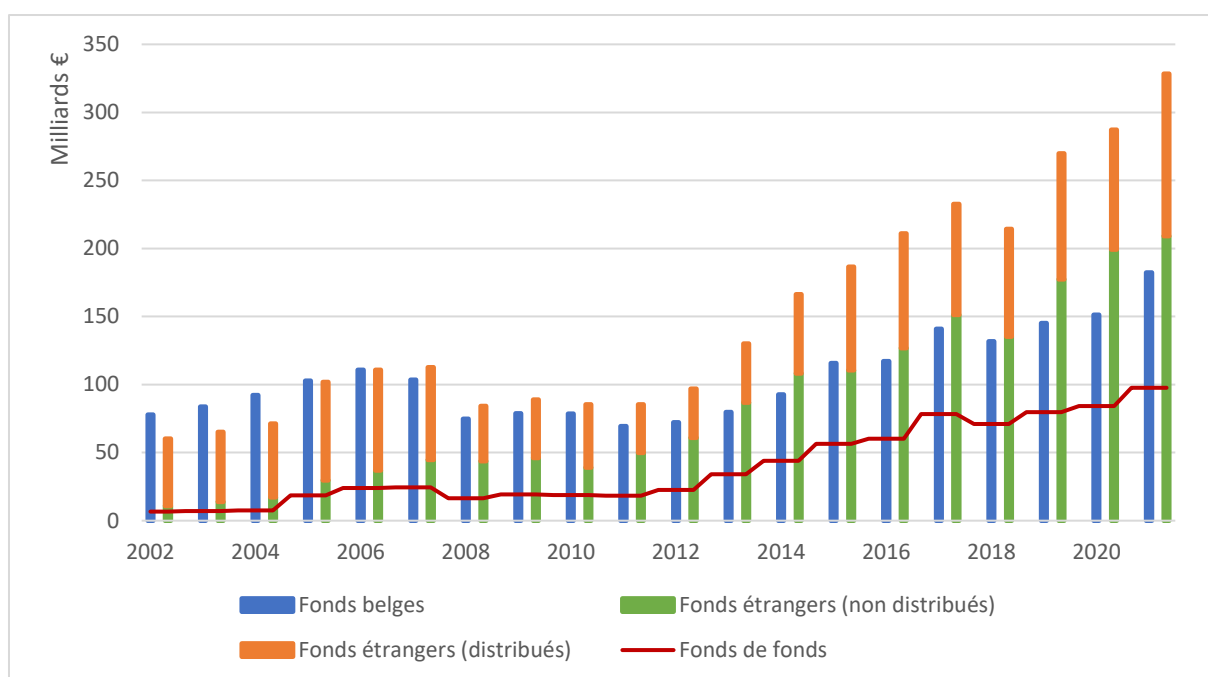
¹⁰¹ Arrêté royal du 4 mars 2005 relatif à certains organismes de placement collectif publics (*Moniteur belge*, 9 mars 2005 ; et *erratum*, 27 mai 2005).

¹⁰² Le risque de triple ou quadruple comptage est limité par certaines restrictions légales qui empêchent un fonds de fonds d'investir dans un fonds qui, lui-même, investit la majorité de son portefeuille dans un autre fonds.

Quel est l'intérêt d'une telle structure enchâssée ? L'argumentaire commercial met généralement en avant les avantages pour le client : une diversification plus poussée encore du portefeuille d'investissement, ainsi qu'un accès – via le fonds de fonds – à des fonds réservés aux institutionnels, comme les *hedge funds*. Parallèlement, cette structure permet une réduction des coûts pour la société de gestion : « Contrairement à un fonds investissant dans des instruments traditionnels tels que des actions et des obligations, un fonds constitué sous la forme de fonds de fonds n'a pas besoin de supporter les coûts liés à une analyse détaillée des titres et des instruments financiers, ni les coûts liés à leur achat » (Sokołowska, 2016 : 86). Il en résulte une marge bénéficiaire plus importante et/ou une réduction des coûts pour le client – frais d'entrée, frais de gestion, etc. – de plus en plus décisifs dans la compétition entre fonds. Comme nous le verrons dans la suite de cet article, la structure actuelle du marché des fonds d'investissement favorise donc l'essor des fonds de fonds qui, à son tour, nourrit la concentration du secteur (les fonds de fonds ayant tendance à investir dans les mêmes fonds).

Cette conversion de nombreux fonds belges à cette technique de placement, cumulée à l'intervention croissante des investisseurs institutionnels, permet en outre de rendre compte de la « reprise de pouvoir » des fonds étrangers. Alors que les fonds belges avaient rattrapé puis dépassé les fonds étrangers à partir du milieu des années 1990 (cf. Graphique 4), ils sont, au cours de cette troisième période, largement dominés, en termes de montants collectés (cf. Graphique 7). Les fonds de fonds belges contribuent à cette évolution : ils constituent en effet l'essentiel de leur portefeuille de fonds étrangers. Or, comme l'illustre le graphique 8, les fonds étrangers en pleine croissance sont des fonds qui ne sont pas distribués publiquement en Belgique (cf. les batônnetts verts dans le graphique 8). Marginaux jusqu'en 2004, ces derniers doublent quasiment de volume en 2005, soit l'année où les fonds de fonds prennent de l'ampleur. Leur croissance est ensuite soutenue par celle des fonds de fonds, mais aussi par celle – relevée précédemment – des montants investis en fonds d'investissement par les fonds de pension et les compagnies d'assurance ; contrairement aux ménages belges, ces acteurs ont accès à ces fonds étrangers qui ne sont pas distribués publiquement en Belgique. L'institutionnalisation du secteur rime donc aussi avec sa globalisation. Toutefois, une large part de ces fonds étrangers demeurent dans le giron des groupes bancaires (cf. *infra*).

Graphique 8. Montants placés par des résidents belges dans des fonds belges et étrangers (2002-2021)



Sources : BNB, Compte financier, <https://stat.nbb.be> ; FSMA, Rapports annuels.

Par ailleurs, le récent succès des fonds étrangers s'explique également par le travail de séduction de certaines places financières, et en particulier de celle du Grand-Duché de Luxembourg. Comme nous l'avons mentionné, à la suite de la « directive de l'épargne » de 2004, la mise en concurrence des États est entamée par l'échange de renseignements en matière fiscale qui doit permettre de soumettre tout résident belge au même taux d'imposition, indépendamment de l'emplacement du fonds investi. Cela étant, si l'investisseur est de plus en plus prisonnier de son État de résidence, c'est bien moins le cas pour la société d'investissement. C'est pourquoi la fiscalité sur les revenus *touchés* – plutôt que distribués – par les fonds d'investissement demeure très légère en Belgique : la base imposable des SICAV est toujours cantonnée aux tantièmes et dépenses non admises (généralement nuls). Dans ce contexte, le Luxembourg, où l'exonération fiscale est également de mise, se différencie moins par ses taux d'impôts que par ses infrastructures et l'attitude de ses autorités. D'une part, sa place financière est devenue un « hub » où figurent toutes les entreprises, autrefois appâtées par les conditions fiscales, qui constituent l'écosystème des fonds d'investissement (comptabilité, conseil, audit, etc.). D'autre part, le cadre réglementaire se veut minimal et stable ; de plus, il propose régulièrement de nouveaux statuts toujours plus souples, comme le « fonds d'investissement alternatif réservé » (FIAR) en 2016, qui n'est soumis à aucun contrôle de la Commission de surveillance du secteur financier (CSSF) – ce qui séduit plusieurs gestionnaires patrimoniaux belges¹⁰³.

¹⁰³ L'Écho, 14 mars 2019.

Avant de conclure, relevons que, en 2012, cette distinction entre fonds belges et fonds étrangers prend une signification nouvelle grâce à la transposition¹⁰⁴ de la directive UCITS IV¹⁰⁵. Jusqu'à présent, nous avons à peine mentionné les mises à jour successives de ce cadre législatif destiné à européeniser le marché des fonds d'investissement¹⁰⁶ ; pour cause, sur le plan socio-économique, leur impact s'est avéré limité. Hormis les conséquences déjà évoquées sur les fonds réservés aux institutionnels et sur les fonds de fonds, ces directives ont surtout permis d'uniformiser les exigences de publicité (contenu du prospectus décrivant le portefeuille du fonds, calcul de la valeur nette d'inventaire, lisibilité des frais de gestion, etc.). Quant à l'ambition d'eupéanisation du marché, elle s'est heurtée aux modalités belges de construction et de distribution des fonds : les banques dominant le marché et n'ont intérêt ni à proposer d'autres fonds que ceux qu'elles sponsorisent, ni à exporter un fonds belge dans le reste de l'Europe (il est plus intéressant pour elles de construire un autre fonds via une filiale).

Introduit dès 1985 par la directive européenne UCITS I, le « passeport » européen accordé aux fonds dont la politique de placement est conforme aux conditions les plus restrictives (« fonds UCITS ») est ainsi sous-utilisé jusque 2014 : à peine 35 % des montants placés dans des fonds belges le sont dans des « fonds UCITS »¹⁰⁷. La transposition de la directive UCITS IV en 2012 nous intéresse donc moins pour son impact sur l'attractivité du passeport européen que pour son remodelage de la distinction entre fonds étrangers et fonds belges : elle découple la nationalité de la société de gestion et celle du fonds. Une société de gestion luxembourgeoise peut donc désormais commercialiser un fonds belge. La directive UCITS V¹⁰⁸, transposée en 2016¹⁰⁹, encourage encore davantage cette pratique censée « décloisonner » le marché belge, à tel point que le nombre de fonds belges gérés par une société étrangère ne cesse de progresser : 2 en 2016, 8 en 2018 et 20 en 2021¹¹⁰. Il convient donc désormais d'interpréter avec prudence l'évolution des montants placés en fonds belges : ils peuvent refléter le succès de sociétés étrangères. Du reste, l'axe politique de ces directives est clair : réduire les barrières à l'eupéanisation afin que tous les habitants des États membres puissent choisir leur fonds parmi une palette de fonds transfrontaliers. En 2018, toutefois, 70 % des montants placés dans des fonds européens le sont dans un fonds seulement proposé dans un seul pays¹¹¹.

¹⁰⁴ Loi du 3 août 2012 relative à certaines formes de gestion collective de portefeuilles d'investissement (*Moniteur belge*, 19 octobre 2012). Depuis lors, l'intitulé de cette loi a été changé en « loi relative aux organismes de placement collectif qui répondent aux conditions de la directive 2009/65/CE et aux organismes de placement en créances » par la loi du 19 avril 2014 référencée *infra*.

¹⁰⁵ Directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (*Journal officiel de l'Union européenne*, L 302/32, 17 novembre 2009).

¹⁰⁶ UCITS I est adoptée en 1985 (et transposée en 1990) ; UCITS II et III ne forment qu'une directive adoptée en 2003 (et transposée en 2004) ; UCITS IV est adoptée en 2009 (et transposée en 2012) ; UCITS V est adoptée en 2014 (et transposée en 2016).

¹⁰⁷ BEAMA, Rapports annuels.

¹⁰⁸ Directive 2014/91/UE du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014 modifiant la directive 2009/65/CE portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), pour ce qui est des fonctions de dépositaire, des politiques de rémunération et des sanctions (*Journal officiel de l'Union européenne*, L 257/186, 28 août 2014).

¹⁰⁹ Loi du 25 décembre 2016 transposant la directive 2014/91/UE et portant des dispositions diverses (*Moniteur belge*, 30 décembre 2016).

¹¹⁰ FSMA, Rapports annuels, 2016-2021.

¹¹¹ Commission européenne, « Commission staff working document impact assessment. Accompanying the document Proposal for a regulation of the European parliament and of the council on facilitating cross-border

Il demeure à rendre compte de l’envol des fonds belges munis d’un passeport européen : s’ils ne représentent jusqu’en 2014 que 35 % des montants collectés par les fonds belges, ce taux s’élève à 77 % en 2017 et à 99 % en 2021¹¹². Le ressort principal de cette évolution n’est pas la volonté d’exporter un fonds dans d’autres pays membres (esprit des directives UCITS), mais la perte soudaine des avantages à *ne pas* se soumettre aux exigences du passeport européen. En effet, en 2014, la Belgique transpose¹¹³ la directive sur les gestionnaires de fonds d’investissement alternatifs (AIFMD)¹¹⁴ qui opère, en réponse à la crise financière, un renversement de perspective : désormais, les fonds d’investissement sont, *par défaut*, soumis au cadre de l’AIFMD et doivent démontrer leur respect des exigences au passeport européen pour bénéficier du cadre UCITS (Moloney, 2014). Ainsi, « dans le contexte belge – et dans toute une série d’autres États membres – la directive AIFM a fait en sorte que des entités d’investissement qui n’étaient auparavant couvertes par aucun cadre réglementaire (parce que, par exemple, comme en Belgique, elles n’étaient pas publiques ou n’avaient pas opté pour un statut) soient contraintes par un carcan relativement étroit » (Landuyt, 2016 : 7). Pour éviter les contraintes charriées par l’AIFMD – agrément, exigences de fonds propres, politiques de rémunération, règles de conduite, etc. –, de nombreux fonds belges se convertissent ainsi en « fonds UCITS »¹¹⁵. Moins d’un mois plus tard, les autorités belges proposent une échappatoire aux sociétés d’investissement immobilières via un statut qui n’est pas soumis au cadre de l’AIFMD : 22 « SICAV immobilières » sortent par cette voie du périmètre des fonds d’investissement pour devenir des « sociétés immobilières réglementées », ce qui contribue à la baisse des montants gérés par des fonds sans passeport.

En synthèse, cette dernière période connaît son tournant en 2013. Dans sa première phase, entre 2006 et 2012, la part du PIB investie par la Belgique en fonds d’investissement plonge de 68,2 % à 41,2 % (cf. Graphique 2), sous l’effet combiné de la chute des cours boursiers et de la désaffection des ménages. La remontée fulgurante, qui atteint 101,6 % en 2021, n’est pas réellement la résultante d’une « reprise de la confiance » des ménages ou d’une nouvelle envolée boursière : tant la part des actifs financiers consacrée aux fonds que l’indice du prix des actions viennent à peine de retrouver leur niveau d’avant-crise¹¹⁶. Le véritable ressort de ce deuxième essor des fonds d’investissement est l’arrivée de nouveaux types d’investisseurs : compagnies d’assurance, fonds de pension, sociétés non financières et fonds eux-mêmes. Nous verrons toutefois *infra* que, malgré cette évolution, la Belgique demeure le pays européen où les ménages – généralement sous l’influence des conseils de leur banquier – sont les plus impliqués dans le secteur des fonds d’investissement, tant en termes de part d’actifs financiers qu’en comparaison avec les investisseurs institutionnels.

1.4. Conclusion sur 75 ans de fonds d’investissement

distribution of collective investment funds and amending Regulations (EU) No 345/2013 and (EU) No 346/2013 », 12 mars 2018, p. 12.

¹¹² BEAMA, Rapports annuels.

¹¹³ Loi du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement collectif alternatifs et à leurs gestionnaires (*Moniteur belge*, 17 juin 2014).

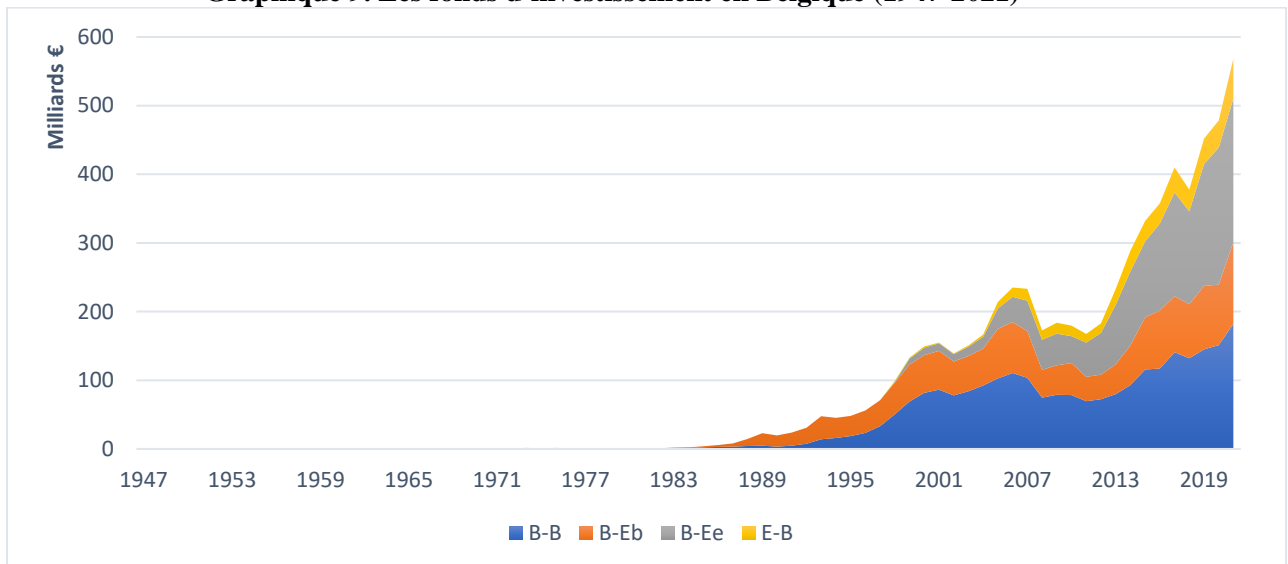
¹¹⁴ Directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d’investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010 (*Journal officiel de l’Union européenne*, L 174/1, 1^{er} juillet 2011).

¹¹⁵ FSMA et BNB, « Report on Asset Management and Shadow Banking », 2017. Ce rapport épingle par ailleurs la chute des produits structurés comme cause de l’envolée des montants gérés par des fonds UCITS.

¹¹⁶ BNB, Compte financier, <https://stat.nbb.be>.

Le graphique 9 tente de synthétiser les trois périodes que nous avons passées en revue. La première, à peine visible lorsque les montants ne sont pas rapportés au PIB, est celle d'un développement très modéré : les fonds d'investissement sont alors marginaux, et ils ne commencent à séduire les ménages belges qu'avec les incitants fiscaux et la reconfiguration des stratégies bancaires des années 1980. Les deux périodes suivantes sont représentées par les « aires empilées ». Le premier envol des fonds est surtout soutenu par les zones bleue et orange, c'est-à-dire respectivement par les placements des résidents belges dans des fonds belges (B-B) et dans des fonds étrangers commercialisés en Belgique (B-Eb). Il atteint le cap des 200 milliards d'euros à la veille de la crise financière. Ensuite, le second envol est, quant à lui, clairement porté par l'élargissement de la zone grise – placement de résidents belges dans des fonds étrangers qui ne sont pas publiquement distribués en Belgique (B-Ee), ce qui signale l'importance croissante des « investisseurs institutionnels » et en particulier des fonds de fonds. Cette dernière période se caractérise également par l'émergence d'une zone jaune – placement d'étrangers dans des fonds belges (E-B) – qui profite sans doute du désir de fonds de fonds étrangers de s'exposer au marché belge.

Graphique 9. Les fonds d'investissement en Belgique (1947-2021)



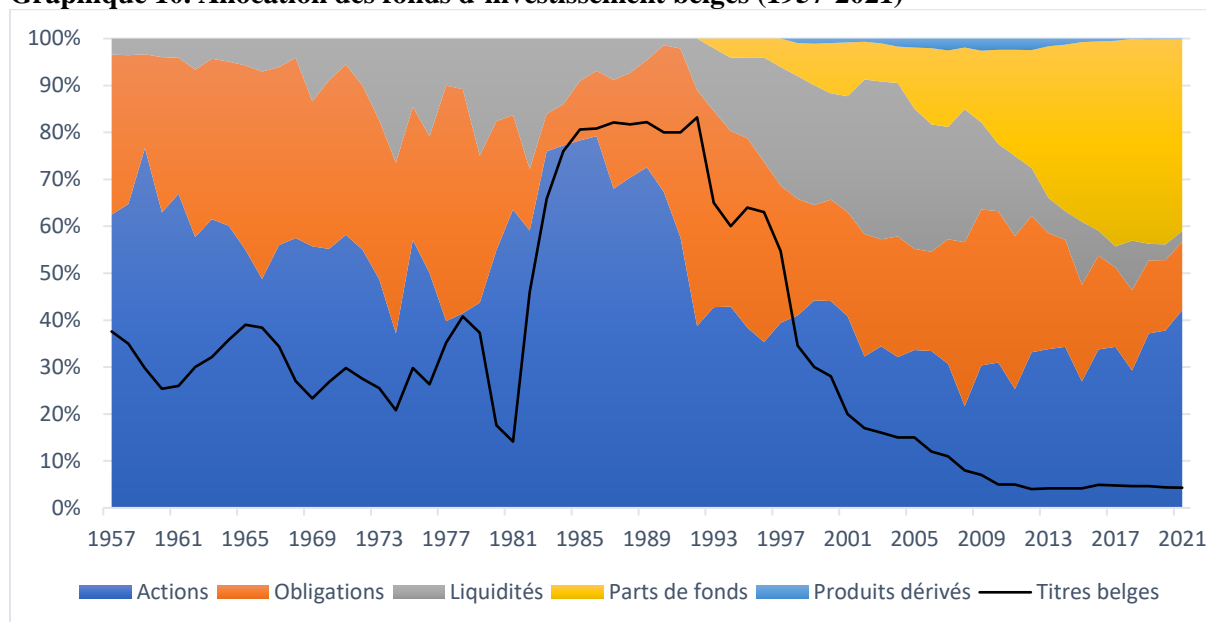
Sources : Commission bancaire et BNB.

Remarque : cf. l'annexe du présent *Courrier hebdomadaire* pour les détails méthodologiques.

Au cours de cet historique, nous nous sommes focalisé sur les déterminants des flux d'argent transitant *vers* les fonds d'investissement, aux dépens des flux émanant *des* fonds. Or, pour apprécier le rôle macroéconomique des fonds d'investissement, il est indispensable de se pencher sur la composition de leurs portefeuilles. Il serait à cet égard malavisé de s'appuyer sur les étiquettes définies par les principaux acteurs du secteur, et reprises comme catégories semi-officielles par la FSMA, tels « fonds d'actions », « fonds d'obligations », « fonds mixtes », etc. En effet, ces labellisations, pensées dans le cadre de stratégies commerciales, recouvrent de façon imparfaite et très variable la composition effective des portefeuilles d'investissement. Plus fiables sont les statistiques publiées, pour les fonds belges uniquement, par la Commission bancaire dans ses rapports annuels de 1957 à 1995 : on y apprend la fraction des portefeuilles

d'investissement investie en actions, obligations, liquidités¹¹⁷ et parts d'autres fonds (aires empilées dans le graphique 10), ainsi que la proportion de titres belges dans ces portefeuilles (ligne noire dans le graphique 10). Les chiffres relatifs à la période 1996-2021 proviennent essentiellement des comptes financiers de la BNB¹¹⁸.

Graphique 10. Allocation des fonds d'investissement belges (1957-2021)



Sources : Commission bancaire, BNB et ABOPC.

Remarque : cf. l'annexe du présent *Courrier hebdomadaire* pour les détails méthodologiques.

On retrouve ainsi, sous une forme nouvelle, les traits saillants des différentes époques parcourues dans ce chapitre. À l'origine, les fonds d'investissement belges se présentent comme une technique nouvelle, « moderne » et ouverte sur le monde : les premiers portefeuilles sont majoritairement constitués d'actions étrangères (on totalise à peine 25 % de titres belges en 1960). Les incitants fiscaux contenus dans l'arrêté royal n° 15 du 9 mars 1982¹¹⁹ réorientent ensuite radicalement les investissements des fonds vers les actions belges, qui représentent plus de 80 % des portefeuilles en 1986. Cela ne dure pas : le retrait de ces incitants, et plus encore l'avènement de la zone euro, favorisent l'internationalisation des politiques d'investissement. En 2021, les fonds belges spécialisés en actions consacrent 0,85 % de leur portefeuille aux actions belges¹²⁰. Les différentes « modes » des années 1990 et 2000 sont également visibles dans le graphique 10 : les « SICAV monétaires » du début des années 1990 (zone grise), les produits structurés prenant la forme de fonds obligataires jusqu'à la crise déclenchée en 2007 (zone orange), puis les fonds de fonds depuis lors (zone jaune).

Ce survol historique met au jour la pluralité des facteurs qui ont affecté la place des fonds d'investissement dans la structure économique de la Belgique au cours des 75 dernières années. Les singularités de ce véhicule de placement – « collectif et ouvert » – étaient présentes dès

¹¹⁷ Cette catégorie renvoie ici à la monnaie que les fonds d'investissement détiennent à l'actif, afin d'assurer les « roulements » (remboursements et ventes de parts) ou de temporiser dans un contexte d'incertitude.

¹¹⁸ Cf. l'annexe du présent *Courrier hebdomadaire* pour les détails méthodologiques.

¹¹⁹ Pour rappel, les Belges peuvent déduire de leur base imposable leur placement dans des fonds investissant au moins 60 % de leur portefeuille en actions de sociétés belges (cf. *supra*).

¹²⁰ BEAMA, Rapport annuel, 2021.

l'origine et ne permettent donc pas de rendre compte des fortes variations des montants collectés. Les stratégies des groupes bancaires, la diffusion d'idéologies relatives au rôle économique de l'État et la concurrence fiscale entre pays membres du marché unique européen doivent, entre autres, être ajoutées au tableau. Ces facteurs révèlent la dimension politique de l'histoire belge des fonds d'investissement : ces derniers s'imposent lorsque le soutien de certains acteurs parvient à dominer les forces d'opposition.

Quelles ont été ces forces d'opposition ? Ce chapitre a peu « déterré » les controverses qui ont jalonné ces 75 ans d'histoire. Outre les classiques motifs pragmatiques (difficultés d'accès aux archives, etc.), deux enjeux expliquent cette position. D'une part, la plupart des controverses se cantonnent à des considérations juridico-techniques, comme le pourcentage d'actions belges que doit détenir un fonds d'épargne-pension pour être éligible à l'avantage fiscal ou le nombre d'investisseurs à partir duquel l'appel d'un fonds à l'épargne est considéré comme « public ». Sans être dénuées d'implications politiques, ces discussions sont « coûteuses » à développer dans ce survol historique et ne bousculent pas les tendances des montants collectés par les fonds. Là est d'ailleurs une force du fonds : dans l'esprit de son père fondateur, le stratège M.-L. Gérard, il est généralement présenté comme un « sujet technique », et parvient ainsi à se soustraire au débat public.

D'autre part, les principales résistances rencontrées par les fonds d'investissement résultent de certaines conceptions du système financier qui règnent alors sur l'arène politique. Lorsqu'elles dominent, ces conceptions sont, par définition, peu débattues et contestées. Tel est le cas du circuit de financement d'après-guerre : l'État-investisseur mobilise l'épargne des ménages belges, avec la complicité des grandes banques du pays, pour alimenter une croissance de la production – et donc du revenu et de l'épargne des ménages (et ainsi de suite). Cette conception, d'inspiration keynésienne, marginalise l'investissement privé. Les fonds d'investissement n'éclosent que lorsque cette conception est supplantée par le « tournant néolibéral » évoqué dans ce chapitre. L'importance du « capital à risque » s'impose et ne fait rapidement plus débat : le vice-Premier ministre et ministre du Budget G. Verhofstadt (PVV), alors fervent partisan de la libéralisation financière (d'où son surnom « Baby Thatcher »), parvient ainsi sans trop de peine à avancer dans la privatisation de la sécurité sociale en instaurant un régime d'épargne-pension¹²¹. Cette conception néolibérale, qui marque l'âge d'or des fonds d'investissement en Belgique, est bousculée par la crise financière de 2007. Elle devient alors contestable, ce qui ouvre la voie à une re-réglementation du secteur et à une restriction des incitants fiscaux. Il est toutefois difficile, à ce stade, d'identifier la « nouvelle » conception du système financier. Le chapitre suivant, en éclairant l'état actuel du secteur des fonds d'investissement, peut fournir certains enseignements à cet égard.

S'il n'a donc pas rendu suffisamment justice, pour les deux motifs exposés, aux forces d'opposition, cet historique permet toutefois de visibiliser – et donc de vulnérabiliser – les forces qui ont soutenu l'émergence et la croissance des fonds d'investissement en Belgique. Il appartient aux lecteurs d'évaluer les mérites et faiblesses de ces forces partisans, afin d'imaginer ce que le système financier du pays aurait pu être et ce qu'il pourrait devenir.

¹²¹ Symptomatiques sont les critiques de cette privatisation, survenues après que cette conception néolibérale est mise à mal par la crise financière et donc devenue contestable. Cf., entre autres, Cravatte (2013) et Provost (2017).

Chapitre 3. Le marché belge des fonds en 2021

Pour mieux saisir l'actualité – et les futurs possibles – des fonds d'investissement en Belgique, une analyse plus approfondie des « forces en présence » est nécessaire. Dans quelle mesure l'importance croissante des investisseurs institutionnels affecte-t-elle l'emprise des groupes bancaires sur le marché des fonds ? Comment le pouvoir d'influence de l'association professionnelle du secteur – la BEAMA – se traduit-il concrètement, dans un contexte d'internationalisation des autorités de régulation et des politiques de placement ? Quels sont les impacts du succès des fonds sur la gestion des entreprises belges dont ils détiennent les actions, et sur les inégalités sociales entre ménages ? Comment les fonds se positionnent-ils par rapport au mouvement de la « finance durable » en général, et au *green deal* européen en particulier ? Toutes ces questions doivent être abordées pour établir un diagnostic complet et envisager les scénarios à venir. Elles font l'objet de la suite du présent *Courrier hebdomadaire*.

Ce troisième chapitre analyse de plus près la situation contemporaine des fonds d'investissement en Belgique. Il s'appuie notamment sur une comparaison internationale, afin de dégager les spécificités du marché belge en date du 31 décembre 2021. Ce marché apparaît fortement concentré, du côté tant de la demande que de l'offre. Les ménages les plus aisés nourrissent les fonds proposés par la poignée de groupes bancaires qui domine le paysage financier du pays. Soit « directement », c'est-à-dire généralement sur les conseils de leur banquier. Soit indirectement, via une pension complémentaire ou un contrat d'assurance.

3.1. Une demande dominée par les ménages, mais en voie d'institutionnalisation

Cette section se penche sur l'origine des montants investis par les résidents belges dans les fonds d'investissement, au 31 décembre 2021. Les ménages demeurent les principaux pourvoyeurs, ce qui distingue la Belgique de plusieurs voisins européens. Plus précisément, il s'agit surtout des ménages dont les revenus et le patrimoine sont parmi les plus élevés. En parallèle, comme nous l'avons signalé dans notre panorama historique, les « investisseurs institutionnels » sont à l'origine d'une part croissante des montants placés dans des fonds par les Belges. Via les contrats d'assurance-vie qu'elles proposent, les compagnies d'assurance redirigent plusieurs milliards d'euros (à nouveau issus des ménages les plus aisés) en direction de fonds d'investissement. Via les plans de pension complémentaire, les institutions de retraite professionnelle – appelées « fonds de pension » – font de même, tout en étant moins attachées aux groupes bancaires traditionnels. Via leur stratégie d'optimisation fiscale, plusieurs sociétés non financières nourrissent également les fonds, en y plaçant leur excédent brut d'exploitation. La demande apparaît *in fine* dans une position paradoxale : à la fois très concentrée et sous l'emprise d'une offre encore plus concentrée.

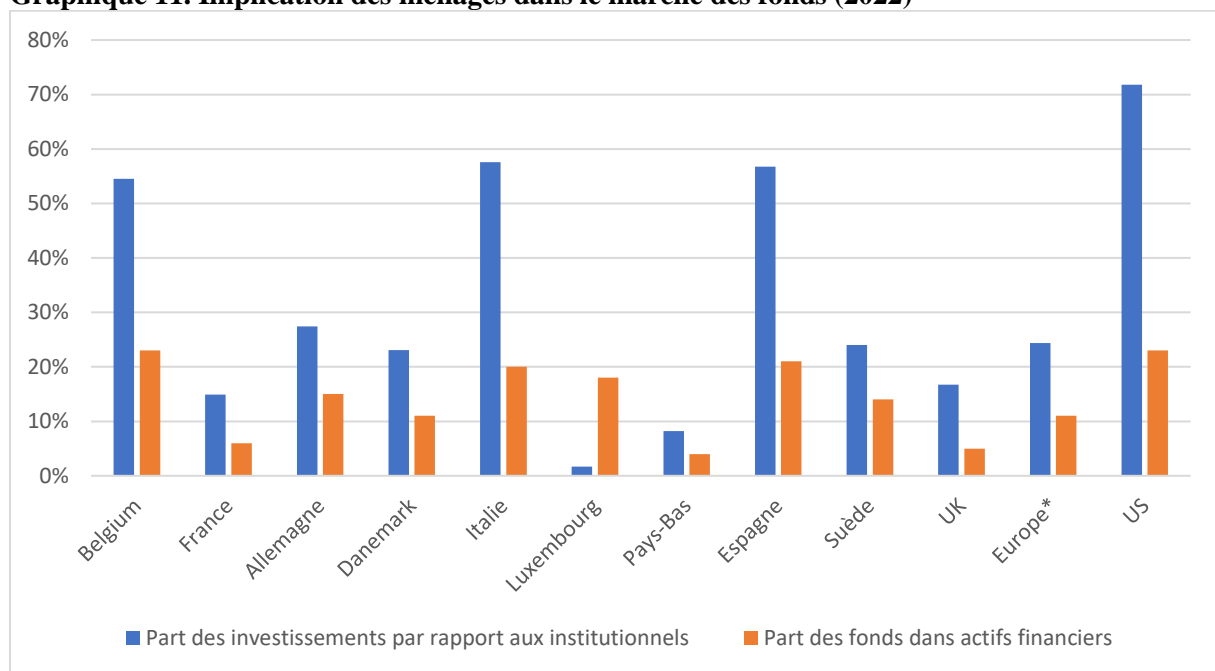
En décembre 2021, pour la première fois, la Belgique investit plus de 100 % du PIB dans des fonds d'investissement¹²². Sur ce plan, elle rejoint le groupe des pays européens les plus friands de tels fonds, parmi lesquels figurent la France (81 % du PIB), le Royaume-Uni (90 %) et l'Allemagne (105 %)¹²³. Mais là où elle se distingue davantage, c'est sur la part de ces investissements assumée par les ménages (cf. Graphique 11). Avec l'Espagne et l'Italie, la

¹²² BNB, Compte financier, <https://stat.nbb.be>. Ces chiffres n'intègrent pas les ajustements mentionnés dans ce chapitre (en particulier le décompte des fonds de fonds).

¹²³ Pourcentages calculés à partir des données sur le PIB de la Banque mondiale et des chiffres du « Factbook 2022 » de l'association européenne des fonds et des gestionnaires d'actifs (European Fund and Asset Management Association - EFAMA).

Belgique est le pays européen où les ménages sont à l'origine de la plus grande partie des montants placés dans des fonds d'investissement. À l'inverse, en France, seuls 12 % des placements en fonds sont le fait des ménages, l'essentiel provenant des « investisseurs institutionnels » (surtout des fonds de pension et des compagnies d'assurance). Plus encore, les ménages belges sont ceux qui consacrent la plus large part de leurs actifs financiers aux fonds d'investissement en Europe¹²⁴. Seuls leurs homologues états-uniens rivalisent. En ce qui concerne le cas luxembourgeois, et dans une moindre mesure le cas néerlandais, la part des ménages est écrasée par celle des investisseurs institutionnels, qui y jouissent d'un environnement réglementaire favorable (cf. *supra*).

Graphique 11. Implication des ménages dans le marché des fonds (2022)



Sources : EFAMA, « Factbook 2022 » ; Investment Company Institute, « Factbook 2022 ».

* Remarque : le volet « Europe » du graphique couvre 25 pays dont les associations de gestionnaires de fonds sont membres de l'European Fund and Asset Management Association (EFAMA) : Allemagne, Autriche, Belgique, Bulgarie, Chypre, Croatie, Danemark, Espagne, Finlande, France, Grèce, Hongrie, Irlande, Italie, Luxembourg, Malte, Pays-Bas, Pologne, Portugal, République tchèque, Roumanie, Royaume-Uni, Slovaquie, Slovénie et Suède.

Quel est le ressort de cette singularité ? Une confiance propre aux Belges envers ce produit ? Lorsque l'on l'interroge sur le sujet, le directeur général de l'association belge des gestionnaires d'actifs (BEAMA), Marc Van de Gucht n'avance pas cette piste, pourtant souvent célébrée par les commerciaux du secteur. Il pointe plutôt en direction de l'offre qui semble, dans le domaine des fonds, dicter la demande : « C'est lié aux grandes institutions financières qui ont depuis longtemps commercialisé des fonds, plutôt que des lignes directes [c'est-à-dire les titres sélectionnés individuellement]. (...) Les banques belges ont compris que c'était plus facile à vendre aux clients, et puis elles lancent des fonds thématiques, des fonds structurés (mais maintenant moins). Elles inventent tous les jours des autres fonds avec des autres idées, etc. Et c'est plus facilement commercialisable. Donc, l'explication est plus du côté de l'offre que de la

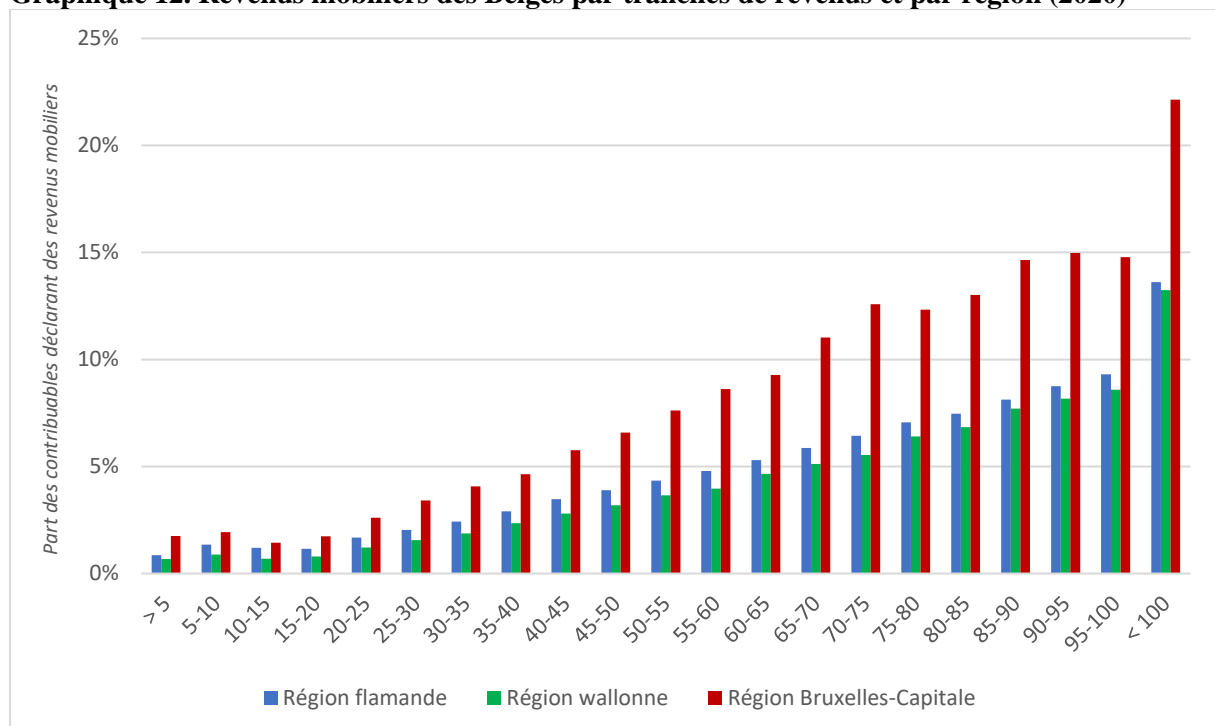
¹²⁴ Chiffres de EFAMA, « Factbook 2022 ». Ils sont légèrement différents de ceux du compte financier de la BNB, présentés *supra*, mais désignent la même tendance.

demande. Parce que pour le client belge, un fonds ou des lignes directes... Qu'est-ce qu'il en sait ? Si vous demandez au commun des mortels quelle est la différence entre un fonds et une ligne directe, il ne va pas savoir répondre. Donc c'est plutôt l'offre qui fait que la demande est là »¹²⁵. Nous reviendrons sur ce volet de l'offre plus loin, afin de mettre en perspective ces propos.

Du reste, il est délicat de circonscrire plus précisément qui sont ces ménages séduits par les fonds d'investissement. Pour cause, contrairement à certains de leurs homologues étrangers, ni la FSMA ni la BEAMA ne publie de statistiques à cet égard. Afin de toutefois tenter de dégager certaines caractéristiques socio-démographiques de ce public, deux bases de données peuvent être mobilisées, mais avec prudence.

Premièrement, les statistiques fiscales publiées par Statbel : elles portent sur les différents types de revenus qui composent la base imposable des personnes physiques belges (professionnel, immobilier et mobilier), en fonction de leur classe de revenu et de leur lieu d'habitation. Il apparaît ainsi que la proportion de contribuables qui déclarent – et donc reçoivent – un revenu mobilier (intérêt ou dividende) croît avec le montant du revenu total : alors que 0,91 % des Belges qui ont touché moins de 5 000 euros en 2020 déclarent des revenus mobiliers, ils représentent 14,24 % parmi ceux qui ont touché plus de 100 000 euros¹²⁶ (cf. Graphique 12). Par ailleurs, la part que constituent ces revenus mobiliers dans le revenu individuel total croît également avec le revenu. Il en résulte que 72 % des revenus mobiliers sont touchés par les 10 % de la population au plus haut revenu. En Région bruxelloise, ce taux grimpe à 80 %.

Graphique 12. Revenus mobiliers des Belges par tranches de revenus et par région (2020)



Sources : Statbel, Statistiques fiscales, <https://statbel.fgov.be>.

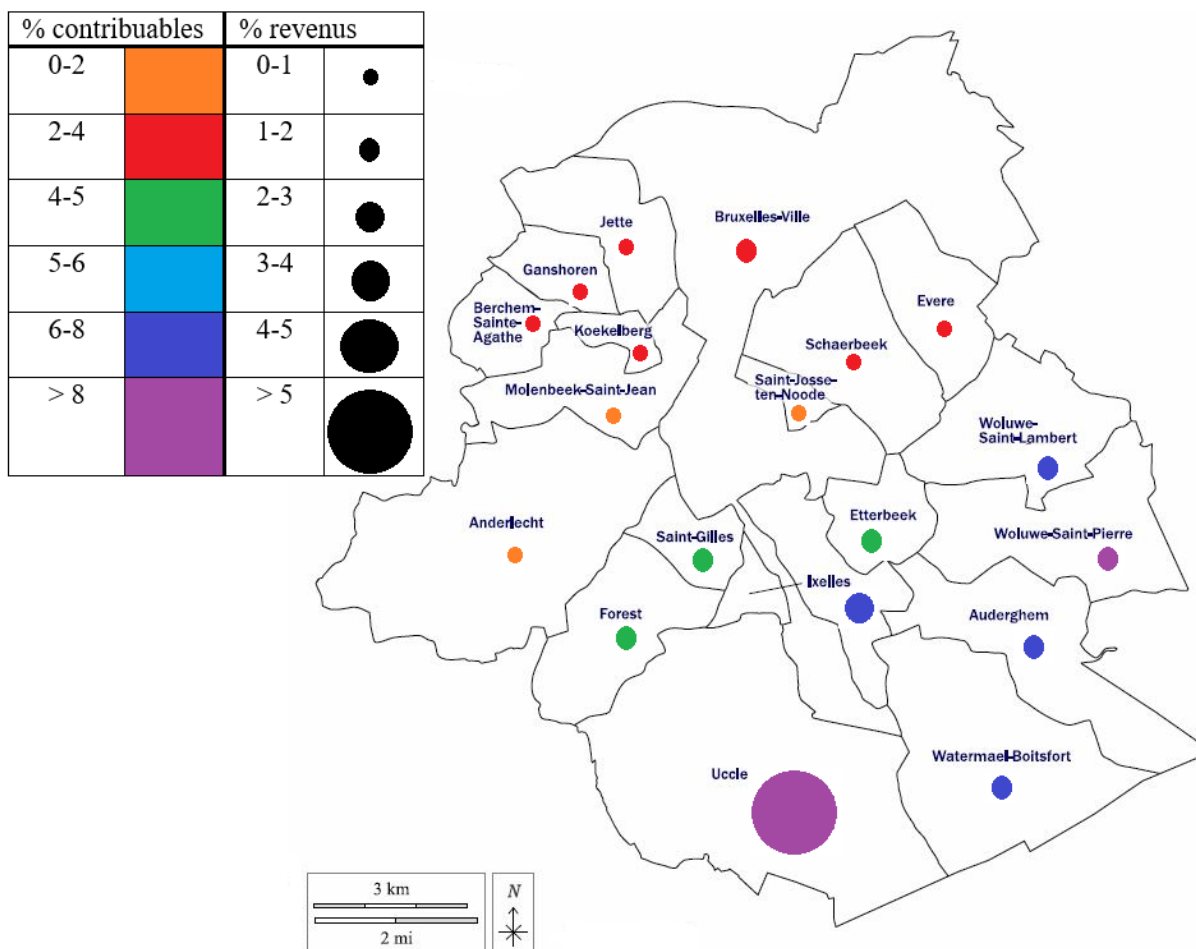
¹²⁵ Extrait d'un entretien réalisé par l'auteur avec M. Van de Gucht.

¹²⁶ Statbel, Statistiques fiscales, <https://statbel.fgov.be>.

Pour lier ces statistiques au phénomène des fonds d'investissement, deux hypothèses sont nécessaires. D'une part, étant donné que tous les revenus mobiliers sont ici assimilés, les ménages qui investissent dans des fonds d'investissement doivent être proches, sur le plan socio-démographique, de ceux qui achètent d'autres produits financiers (par exemple, des actions et obligations en « lignes directes »). Bien que les clients les plus fortunés des banques se voient offrir des solutions moins standardisées que ne le sont les fonds d'investissement, ce premier postulat est probablement conforme aux tendances effectives¹²⁷. D'autre part, les revenus mobiliers imposés doivent refléter les investissements des différentes classes de revenu. Or cette seconde hypothèse est violée : d'importants placements ne donnent lieu à aucun revenu mobilier imposable, comme la très convoitée « SICAV de capitalisation » (cf. *supra*). Ces chiffres sont donc largement sous-estimés, en particulier pour les classes de revenu les plus élevées, qui bénéficient généralement de conseils de fiscalistes pour minimiser leur base imposable (Alstadsæter et al., 2019). Il est ainsi très probable que les Bruxellois les plus fortunés soient plus de 22 % à toucher des revenus mobiliers. Sous réserve de la validité de la première hypothèse, nous pouvons toutefois déduire certains enseignements : les ménages qui nourrissent les fonds seraient les plus aisés et seraient surreprésentés en Région bruxelloise. La ventilation de ces statistiques fiscales en fonction de la commune révèle de fortes inégalités : alors que les habitants de Saint-Josse-ten-Noode et d'Anderlecht touchent très peu de revenus mobiliers, 8,5 % de ceux d'Uccle en bénéficient (cf. Carte 1).

Carte 1. Revenus mobiliers en Région bruxelloise (2020)

¹²⁷ La deuxième base de données mobilisée appuie cette hypothèse (cf. *infra*).

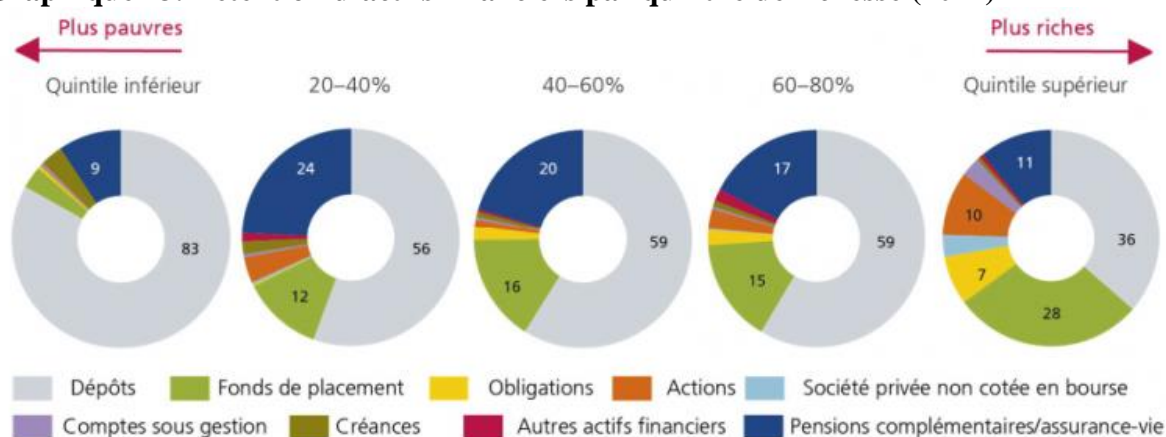


Sources : Calculs à partir de Statbel, Statistiques fiscales, <https://statbel.fgov.be>.

Deuxièmement, les résultats de l'enquête sur le comportement financier des ménages (Household Finance and Consumption Survey, HFCS) peuvent être mobilisés. S'ils se fondent sur des questionnaires distribués à un échantillon de ménages et ne sont donc pas exempts des biais associés à cette méthodologie (en particulier, la sous-représentation des plus fortunés), ils portent sur le patrimoine des Belges (stock de richesse), plutôt que sur leurs revenus (flux), et permettent donc de saisir plus fidèlement l'ampleur des investissements en fonds à travers les couches sociales. En effet, de nombreux fonds d'investissement ne distribuent aucun revenu pendant plusieurs années et n'apparaissent donc pas dans les statistiques fiscales de Statbel. L'enquête HFCS a donné lieu à quatre vagues de questionnaires, entre 2010 et 2023. En ce qui concerne les fonds d'investissement, les résultats révèlent systématiquement que les 20 % les plus fortunés détiennent une part bien plus importante de leur patrimoine sous la forme de fonds que le reste de la population¹²⁸. Par exemple, en 2017, alors que la couche sociale la plus défavorisée n'investit quasiment pas dans les fonds, les 20 % les plus fortunés y placent 28 % de leurs actifs financiers (cf. Graphique 13). Cette tendance s'est renforcée depuis lors : en 2022, ils y placent plus d'un tiers de leur patrimoine financier (De Sola Perea & Van Belle, 2022). Il apparaît par ailleurs que les autres produits financiers – obligations et actions – respectent la même logique, ce qui appuie l'hypothèse posée précédemment.

¹²⁸ Les résultats de l'enquête pour la Belgique sont présentés dans une série de publications (Du Caju, 2013, 2016 ; De Sola Perea, 2020 ; De Sola Perea & Van Belle, 2022).

Graphique 13. Détention d'actifs financiers par quintile de richesse (2017)



Sources : BNB, « HFCS III ».

Malgré cette implication exceptionnelle de (certains) ménages, la Belgique n'échappe pas à la tendance mondiale à l'institutionnalisation des fonds d'investissement, c'est-à-dire à l'importance croissante des « investisseurs institutionnels ». Nous avons vu *supra* que la part des placements en fonds provenant des ménages a fondu de 87,6 % à 54,7 % entre 1998 et 2021. Parmi ces investisseurs institutionnels, les compagnies d'assurance sont les premières à avoir assumé une place significative dans la demande en fonds d'investissement, grâce au succès de la branche 23 au tournant des années 2000. En décembre 2021, elles placent 68,6 milliards d'euros dans des fonds¹²⁹. L'essentiel de ces placements provient des « assurances-vie » : par opposition aux assurances non-vie (maladie, automobile, incendie, responsabilité civile, etc.), ces produits fonctionnent comme des véhicules d'investissement, les primes versées constituant un capital à faire fructifier. À l'échéance du contrat (déclenchée par le cap d'un certain âge ou par le décès), le rendement est versé à l'épargnant (ou à ses héritiers). Contrairement aux assurances non-vie, majoritairement distribuées par des courtiers, les produits d'assurance-vie sont massivement vendus via des agences bancaires : en 2021, la « bancassurance » récolte 53,4 % des encaissements liés aux contrats « branche 23 »¹³⁰. Au-delà du réseau de distribution, le secteur de l'assurance-vie est dominé par quatre groupes bancaires qui détiennent ensemble plus de 50 % des parts de marché depuis la fin des années 1990 : AG Insurance (anciennement Fortis), KBC, NN Investment Partners (associé à ING) et Belfius (anciennement Dexia et Les AP)¹³¹. Cette situation résulte d'une stratégie de développement identifiée, dès sa genèse, par la BNB : « L'expansion de la bancassurance, faisant suite à celle de la commercialisation de parts [des fonds d'investissement], répond clairement à une logique stratégique de la part des intermédiaires financiers. Alors que le tissu des sociétés belges, composé essentiellement de PME, permet plus difficilement aux établissements de crédit de développer à grande échelle des opérations de banque d'investissement, le taux d'épargne élevé des ménages belges et la demande de diversification exprimée par les investisseurs ont constitué des points d'ancrage favorables pour déployer des activités de gérance d'actifs financiers et de gestion de fortune »¹³².

¹²⁹ BNB, Compte financier, <https://stat.nbb.be>.

¹³⁰ Assuralia, « Canaux de distribution de l'assurance. Chiffres 2021 », www.assuralia.be.

¹³¹ Assuralia, « Chiffres clés et principaux résultats de l'assurance belge en 2021 », www.assuralia.be.

¹³² BNB, Rapport annuel, 2000.

C'est pourquoi les banques ont bien davantage investi le domaine de l'assurance-vie que celui de l'assurance non-vie. En ce qui concerne le marché des fonds d'investissement, cette importance de la bancassurance implique que l'institutionnalisation ne rime pas forcément avec la déconcentration : l'argent investi en fonds par les compagnies d'assurance profite largement aux sociétés de gestion des groupes bancaires. Ainsi, par exemple, AG Insurance, leader de l'assurance-vie (27,2 % de parts de marché en 2021), promeut trois « formules » de branche 23 – « AG Fund+ Dynamic », « Neutral » et « Stability » – qui sont liées à trois fonds étiquetés « AG Life Portfolio », mais ces derniers redirigent 100 % des montants (environ 1,5 milliard d'euros) vers le fonds luxembourgeois Agalux Pension Fund géré par BNP Paribas¹³³. Les autres bancassurances adoptent souvent une stratégie similaire : elles vendent un contrat d'assurance lié à un « fonds maison », qui se révèle être un fonds de fonds profitant à la société de gestion du groupe. Cependant, des formules plus ouvertes existent également, où l'épargnant peut choisir les fonds qui composent le fonds maison, parmi une présélection. Dans tous les cas, la bancassurance bénéficie d'une part des frais de gestion, ne serait-ce que pour rémunérer cette présélection.

En comparaison avec celles des autres pays européens, les compagnies d'assurance belges nourrissent relativement peu les fonds d'investissement : elles leur consacrent 18 % de leur bilan, alors que la moyenne européenne est de 32 %¹³⁴. Cette singularité pourrait toutefois s'éteindre prochainement. En effet, la part des fonds dans l'actif des compagnies d'assurance a chuté dans le sillage de la crise, passant de 14,7 % à 8 % entre 2006 et 2012¹³⁵ – les restructurations des groupes bancaires en difficulté orchestrées et soutenues par les autorités publiques ayant impliqué un assainissement des bilans (Vincent, 2013). Cependant, depuis lors, la proportion de fonds a regagné de façon continue. Le placement en fonds est même encouragé par les récentes régulations, qui préfèrent ce produit standardisé aux instruments plus exotiques (Gouden & de Thysebaert, 2014).

Pour conclure ce volet dévolu aux assurances, nous pouvons nous pencher sur le profil des particuliers qui souscrivent ces contrats d'assurance et qui détiennent ainsi indirectement de nombreuses parts de fonds d'investissement. Aucune statistique précise et actuelle n'est publiée à ce propos. Cela étant, jusqu'en 2013, Statbel publiait certains chiffres sur les avantages fiscaux accordés aux Belges investissant dans l'assurance-vie « épargne long terme ». Si elles ne rendent donc pas compte du volume total investi en assurance-vie, ces données – une fois rapportées aux statistiques de population – permettent de dégager certaines caractéristiques des Belges dont l'épargne nourrit les compagnies d'assurance-vie : les hommes flamands en fin de carrière (48-67 ans) constituent ainsi le public cible (cf. Graphique 14). La Région bruxelloise pèse bien moins ici que dans la répartition des revenus mobiliers (cf. Graphique 12) ; pour cause, les montants d'épargne long terme pouvant bénéficier d'avantages fiscaux sont plafonnés, ce qui empêche l'élite économique bruxelloise de rehausser significativement la moyenne de la Région. Ce raisonnement est appuyé par les résultats de la HFCS présentée précédemment : si le taux de participation croît avec le patrimoine¹³⁶, la part de l'assurance-vie dans les actifs financiers est plus faible pour les 20 % les plus fortunés que pour les couches sociales intermédiaires (cf. Graphique 13).

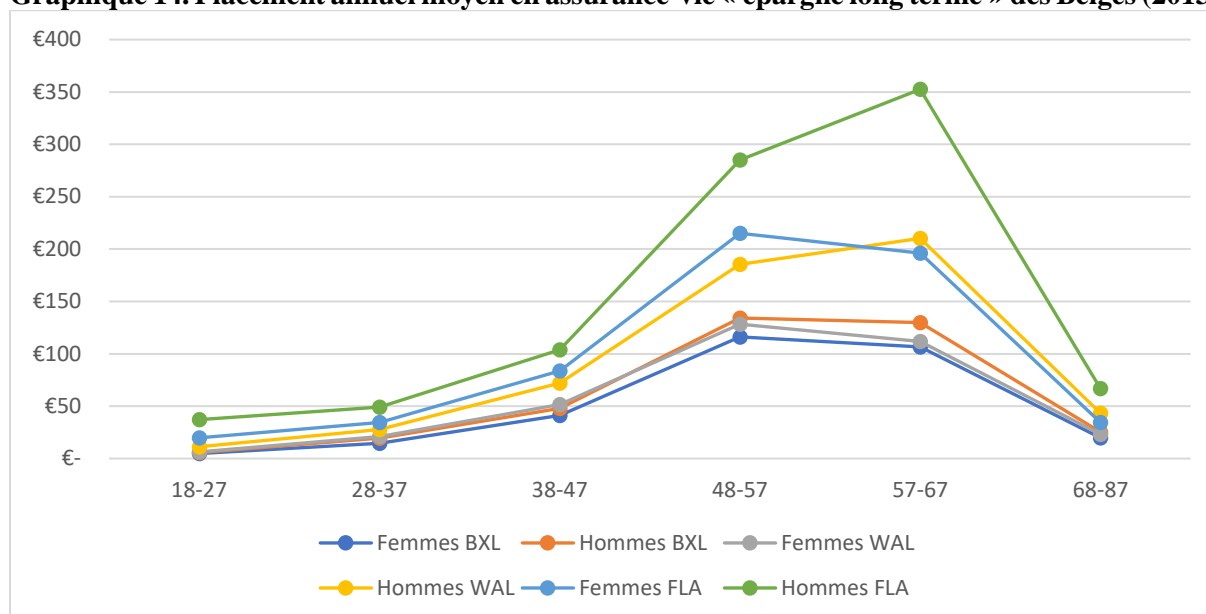
¹³³ Comptes annuels des fonds concernés.

¹³⁴ Chiffres de EFAMA, « Factbook 2022 ».

¹³⁵ BNB, Compte financier, <https://stat.nbb.be>.

¹³⁶ En 2010, moins de 20 % des plus pauvres souscrivent à une assurance-vie, contre 60 % des plus riches (Du Caju, 2013 : 50).

Graphique 14. Placement annuel moyen en assurance-vie « épargne long terme » des Belges (2013)



Sources : Statbel, Statistiques fiscales et statistiques de population, <https://statbel.fgov.be>.

Après les compagnies d'assurance, les fonds de pension sont les principaux investisseurs institutionnels sur le marché belge des fonds d'investissement. Comme nous l'avons évoqué *supra*, ces fonds – officiellement intitulés « institutions de retraite professionnelle » (IRP) – sont nourris par des cotisations versées dans le cadre du travail (au niveau du secteur ou de l'entreprise), en vue d'offrir une pension complémentaire aux employés. Si les IRP ne recueillent en 2021 que 19 % du volume total de ces cotisations¹³⁷, c'est parce que la plupart des plans de pension préfèrent la sûreté du contrat « Branche 21 », via lequel une compagnie d'assurance garantit un taux de rendement minimum (Ghailani & Peña-Casas, 2018). Ce qui limite en outre le poids des IRP dans l'économie est la structure de ces pensions complémentaires en Belgique. Contrairement au cas néerlandais, ce « second pilier » est surtout nourri par les plus aisés (De Deken, 2018). Si la majorité des travailleurs y est impliquée, les montants versés diffèrent grandement en fonction de la position hiérarchique de l'employé et de son genre. La « réserve acquise » en fin de carrière, c'est-à-dire le capital auquel a droit un employé, est en moyenne de 218 euros pour la tranche de revenu la plus faible, contre 376,520 pour la tranche la plus élevée ; en parallèle, elle est en moyenne de 36,429 euros pour une femme, contre 73,716 pour un homme¹³⁸.

La majorité des Belges est donc faiblement impliquée dans ce système de pensions complémentaires, et *a fortiori* dans les IRP. En conséquence, ces derniers gèrent en 2021 « à peine » 46 milliards d'euros d'actifs, soit environ 9 % du PIB, alors que ce taux est de 13,5 % en Espagne, de 19,5 % en Allemagne et de plus de 230 % aux Pays-Bas, berceau des fonds de pension¹³⁹. Malgré cette relative marginalité dans le paysage économique national, les IRP

¹³⁷ FSMA, « Aperçu sectoriel : “Le deuxième pilier de pension en images” », 2021.

¹³⁸ FSMA, « Aperçu sectoriel : “Le deuxième pilier de pension en images” », 2021. Pour une analyse de ces inégalités, cf. Cour des comptes (2020) et Peeters et De Tavernier (2014).

¹³⁹ Chiffres de la Banque centrale européenne (BCE), rapportés aux PIB nationaux publiés par la Banque mondiale.

belges nous intéressent parce qu'elles redirigent l'essentiel de ces 46 milliards d'euros vers les fonds d'investissement. C'est même une singularité du pays : les IRP y placent 79 % de leurs actifs, alors que la moyenne européenne est de 44 %¹⁴⁰. La raison principale de cette spécificité belge réside dans les modalités de gouvernance d'une IRP : plus encore depuis l'adoption de la « loi Vandebroucke » du 28 avril 2003 (du nom du ministre de l'Emploi et des Pensions de l'époque, le socialiste flamand Frank Vandebroucke)¹⁴¹, les organisations syndicales et patronales sont aux commandes. *De facto*, ces dernières pèsent davantage en amont de la chaîne de l'investissement qu'en aval : elles négocient les taux de cotisations consentis par l'employeur, mais délèguent les décisions d'investissement à une entreprise financière (De Deken, 2011). Cette délégation prend généralement la forme d'achats de parts de fonds d'investissement. Ainsi, par exemple, en décembre 2021, le fonds de pension Solvay investit ses 380 millions d'euros d'actifs dans des fonds d'investissement proposés par la banque Degroof Petercam, récemment absorbée par le groupe Crédit agricole (257 millions d'euros), par la société de gestion Candriam, anciennement Dexia Asset Management (70 millions d'euros), et par la principale société de gestion du Crédit agricole, Amundi (50 millions d'euros)¹⁴².

Nous avons vu que le « deuxième pilier » du système belge de pension était caractérisé par une forte concentration en aval, au niveau des bénéficiaires des capitaux investis. Il l'est tout autant en amont, au niveau des IRP et des fonds d'investissement récoltant les cotisations. Sur les 169 IRP enregistrées à la FSMA, 11 détiennent 50 % des actifs (cf. Tableau 1)¹⁴³. Parmi ces mastodontes, figurent quatre multinationales qui ont récemment fusionné leurs fonds de pension européens : Johnson & Johnson (2015), BP (2016), ExxonMobil (2017) et Aon (2018). Ces grands groupes ont été incités dans cette démarche par les directives européennes « IORP I et II »¹⁴⁴ qui, tout comme les directives UCITS, visent à favoriser l'européanisation des fonds de pension. Surtout, ils ont succombé aux efforts de séduction des autorités publiques : exonération de tout précompte mobilier pour les bénéficiaires étrangers, réglementation minimale de la FSMA et allègement des procédures administratives. L'organe du gouvernement flamand Flanders Investment & Trade met régulièrement en exergue ces atouts, qui lui ont permis d'acquérir aux Pays-Bas quelques fonds de pension, dont ceux des quatre multinationales évoquées (aujourd'hui respectivement basés à Beerse, Gand et Diegem). « Le cadre belge est unique par sa flexibilité. Plutôt que de se concentrer sur la conformité à la lettre, le régulateur belge adopte une approche plus pragmatique qui se concentre sur les résultats : si vous mettez les réglementations en pratique de manière cohérente et prudente, vous êtes prêt à partir », écrit Flanders Investment & Trade¹⁴⁵.

¹⁴⁰ Chiffres de EFAMA, « Factbook 2022 ». Cf. *supra* le détail des pays repris dans la moyenne européenne.

¹⁴¹ Loi du 28 avril 2003 relative aux pensions complémentaires et au régime fiscal de celles-ci et de certains avantages complémentaires en matière de sécurité sociale (*Moniteur belge*, 15 mai 2003).

¹⁴² Fonds de pension Solvay Belgique, Compte annuel, 2021.

¹⁴³ FSMA, « Le secteur des institutions de retraite professionnelle. Reporting relatif à l'exercice 2021 ».

¹⁴⁴ Directive 2003/41/CE du Parlement européen et du Conseil du 3 juin 2003 concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle (*Journal officiel de l'Union européenne*, L 235/10, 23 septembre 2003) ; Directive 2016/2341 du Parlement européen et du Conseil du 14 décembre 2016 concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle (IRP) (*Journal officiel de l'Union européenne*, L 354/37, 23 décembre 2016).

¹⁴⁵ Flanders Investment & Trade, « Aon (UK) Moves Dutch Pension Funds to Belgium », www.flandersinvestmentandtrade.com). Cf. aussi Flanders Investment & Trade, « Finding a Home for your Pension Plan in Flanders », www.flandersinvestmentandtrade.com.

Tableau 1. Principales institutions de retraite professionnelle de droit belge (2021)

	IRP	Actifs sous gestion	Proportion des actifs investie en fonds	Société(s) de gestion effective
1	ExxonMobil OFP	4.000.861.518,24 €	99,21 %	BlackRock, ExxonMobil IM, Horsley Bridge
2	J & J Pension Fund	3.892.493.541,00 €	68,42 %	J & J IM, [inconnue]
3	ENGIE (Elgabel, PensioBel, Powerbel, Enerbel et Caisse de pensions Tractebel)	3.744.747.307,68 €	97,01 %	Contassur → SICAV Esperides (Lux) → [inconnue]
4	Fonds de pension KBC	2.920.071.086,44 €	96,05 %	KBC AM
5	BP Pensioenfond	2.026.400.546,00 €	47,12 %	BlackRock, BNP AM, Towers Watson
6	Fonds de pension Metal OFP (CP constructions métallique, mécanique et électrique)	1.852.981.885,00 €	21,55 %	DWS, Degroof Petercam AM (DP AM), AXA, Cohen & Steers, Northern Trust, PMV, Invest for Jobs
7	Nokia Bell Pensioenfond	1.340.310.693,00 €	70,27 %	Capital Group, Robeco, BlackRock
8	Ogeo Fund (1 ^{er} pilier d'institutions publiques)	1.294.659.152,00 €	72,50 %	Candriam, DPAM, KBC AM, BNP AM
9	United Pensions (Aon, Dow Corning, Saint-Gobain, etc.)	1.096.000.000,00 €	96,09 %	Aon Investments Limited
10	Pensioenfond UZ Gent – UGent (1 ^{er} et 3 ^e piliers)	1.081.686.357,00 €	97,78 %	Vanguard, DPAM, Goldman Sachs Asset Management, PIMCO, KBC AM
11	Pensions complémentaires d'ING Belgique	910.995.952,55 €	93,22 %	NN Investment Partners (devenu Goldman Sachs Asset Management), BlackRock, Schroders
12	Proximus	908.600.000,00 €	95,32 %	Alliance Bernstein, Vanguard, DPAM
13	Pensio B (ouvriers du secteur de la construction)	881.791.252,00 €	52,73 %	KBC AM, DP AM, Candriam, DG Infra Yield, PMV, Pertinea, AXA IM, State Street Global Advisors, Groupama AM, DNCA, Natixis/H2O, Pimco, BNP IP, Allianz Belgium, Schelcher, Schroders, Tikehau, Quaero en Patrizia
14	Hydralis (Vivaqua)	877.989.613,00 €	21,71 %	Candriam, Aviva Investors, Groupama AM, NN Investment Partners (devenu Goldman Sachs Asset Management), BNP AM, DPAM, JP Morgan
15	Sanofi European Pension Fund	834.318.207,00 €	49,53 %	Vanguard, Oddo AM, TT International, Lazard AM

Sources : Comptes annuels des IRP.

Contrairement aux autres IRP qui composent le « top 15 », les fonds de pension de ces multinationales ont internalisé (une part de) la gestion d'actifs et recourent donc moins aux sociétés de gestion classiques. Ils investissent toutefois massivement dans des fonds d'investissement, mais leur bilan ne précise pas toujours les détails de ces placements (tel est l'un des contrecoups de l'allègement administratif vanté par l'autorité publique). Du reste, il apparaît clairement que l'argent issu des IRP passe systématiquement entre les mains de gestionnaires de fonds d'investissement, soit directement, par un mandat de gestion attribué par

l'IRP, soit indirectement, par l'achat de parts de ces fonds (cf. Tableau 1). Par rapport aux autres composantes de la demande du marché belge, les IRP se révèlent par ailleurs moins captives des groupes bancaires du pays : contrairement aux ménages et aux compagnies d'assurance, ils jouissent d'un pouvoir de marché et d'une autonomie leur permettant de mettre en concurrence les fonds d'investissement belges avec les géants étrangers (BlackRock, Vanguard, Goldman Sachs, etc.). Ils constituent ainsi un vecteur de globalisation du marché belge des fonds d'investissement, mais – en étant à la source de 7,10 % des montants investis en fonds par la Belgique¹⁴⁶ – ce levier demeure limité.

Enfin, le dernier acteur qui nourrit significativement les fonds d'investissement en Belgique est la société non financière. Cette contribution est récente (cf. *supra*), mais représente, en décembre 2021, 23 milliards d'euros, soit 4,5 % des montants investis en fonds par des résidents belges¹⁴⁷. Elle apparaît toutefois plus fragile que l'apport des compagnies d'assurance et des IRP : l'attrait des fonds d'investissement pour les sociétés non financières est en effet largement dépendant d'un régime fiscal particulier – que le projet de réforme fiscale annoncé par le ministre des Finances du gouvernement De Croo (PS/MR/Écolo/CD&V/Open VLD/Vooruit/Groen), Vincent Van Peteghem (CD&V), risquait de condamner (cf. *infra*)¹⁴⁸. Ce régime permet aux entreprises belges de bénéficier d'une exonération complète sur les revenus issus d'un fonds d'investissement particulier, nommé la « SICAV RDT ». Si cette niche fiscale finit par disparaître, l'apport des sociétés non financières belges pourrait se réduire considérablement. Selon la BEAMA – qui milite activement pour la prolongation de ce régime (cf. *infra*) –, sur les 23 milliards d'euros investis par les sociétés non financières, 8 sont placés dans une SICAV RDT et donc menacés par le projet de réforme¹⁴⁹. Bien que les données de la BNB ne soient pas assez détaillées pour l'attester avec certitude, l'historique des montants suggère que les 15 milliards d'euros restants sont majoritairement investis dans des « fonds d'investissement privés », c'est-à-dire des fonds qui ne sont pas accessibles à tous (mais seulement aux investisseurs institutionnels, par exemple).

Aucune donnée publique ne permet de dégager le profil de ces sociétés non financières nourricières des fonds d'investissement. Ni les SICAV RDT ni les « fonds privés » ne sont tenus de publier la liste des membres de leur assemblée générale (c'est-à-dire les détenteurs des parts des fonds). Toutefois, un professionnel du secteur récemment interviewé par *L'Écho* sur un substitut de la SICAV RDT déclarait que « les demandes viennent surtout de sociétés de management, de consultants, de titulaires de professions libérales (médecins, avocats, etc.) et de PME »¹⁵⁰. Dans tous les cas, contrairement aux IRP, ces sociétés non financières n'ébranlent pas la concentration du marché belge des fonds d'investissement : conseillées par leur banquier, elles sont dirigées vers les « produits maison », comme l'illustre le cas des SICAV RDT dominé par les fonds de KBC, BNP, Belfius et Degroof Petercam¹⁵¹.

Les statistiques de la BNB peuvent laisser suggérer que nous avons omis une catégorie essentielle de la demande pour les fonds d'investissement, à savoir les fonds eux-mêmes.

¹⁴⁶ BNB, Compte financier, <https://stat.nbb.be>.

¹⁴⁷ *Ibidem*.

¹⁴⁸ *L'Écho*, 20 janvier 2023.

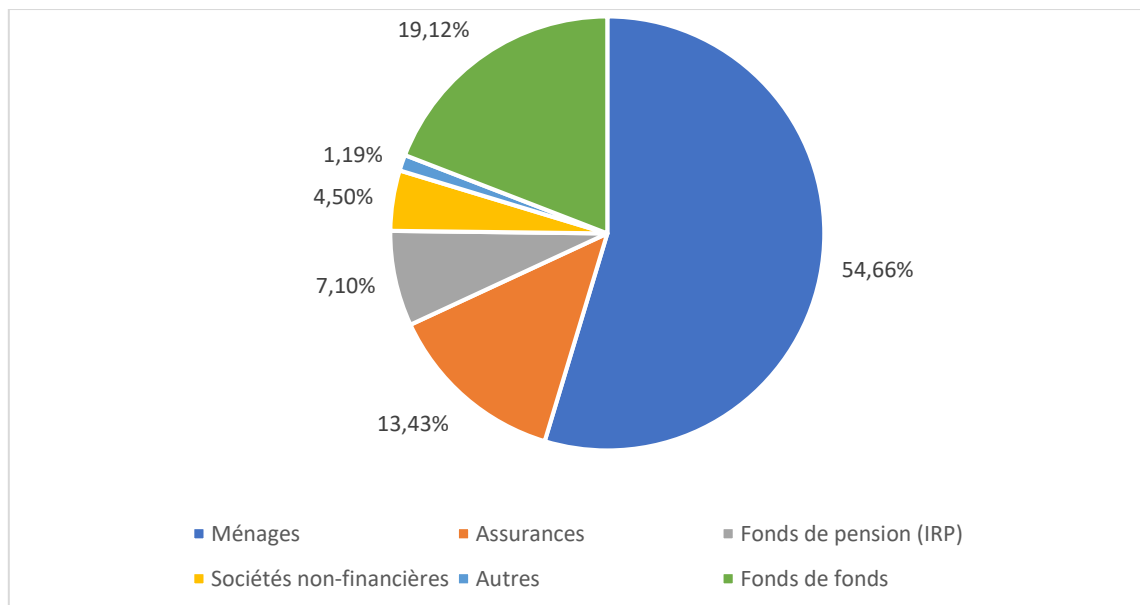
¹⁴⁹ *L'Écho*, 8 mars 2023.

¹⁵⁰ *L'Écho*, 10 mars 2023.

¹⁵¹ En ne retenant que les fonds dont le label comprend la mention « RDT », les fonds KBC collectent 965 millions d'euros, ceux de Degroof 594, ceux de BNP 515 et ceux de Belfius 407. À titre de comparaison, selon le même critère de sélection, les fonds de Crelan recueillent 55 millions d'euros et ceux de la banque privée Delen 18.

Responsables de plus de 19 % des placements en fonds, les « fonds de fonds » – c’est-à-dire donc des fonds dont le portefeuille est majoritairement composé de parts d’autres fonds – seraient ainsi, après les ménages, le principal acteur de la demande belge (cf. Graphique 15). Comme nous l’avons expliqué *supra*, cette interprétation gonfle l’importance du secteur par un « double compte » : certains placements sont comptés une première fois lorsqu’ils sont investis par un résident belge – ménage, compagnie d’assurance, fonds de pension ou société non financière – dans un « fonds de fonds » belge, et une seconde lorsqu’ils sont placés par ce dernier dans un autre fonds. Plutôt qu’une composante de la demande, ces fonds de fonds doivent donc être considérés comme une caractéristique de l’offre belge. C’est à ce second volet du marché belge que la section suivante est dévolue.

Graphique 15. Demande belge pour les fonds d’investissement (2021)



Sources : BNB, Compte financier, <https://stat.nbb.be>.

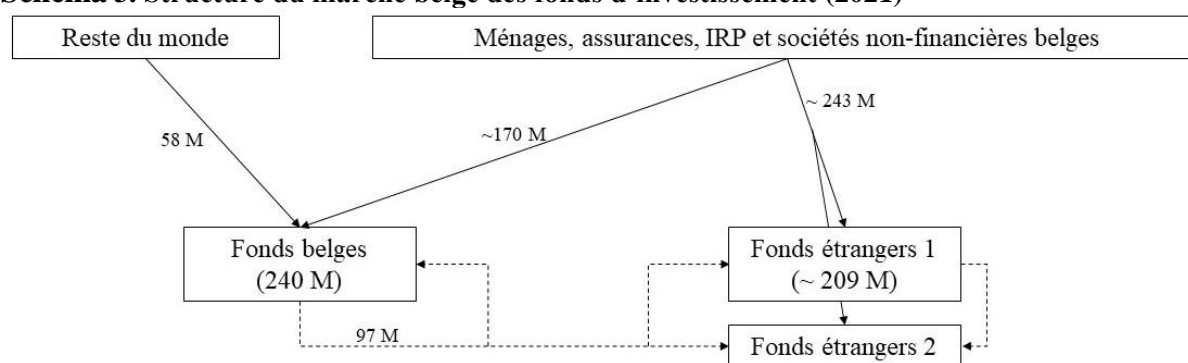
3.2. Une offre aux mains des grands groupes

Dans cette deuxième section, nous nous penchons sur les fonds bénéficiaires de ces placements belges. Qui sont-ils ? Et qu’en font-ils ? Réponse : ils sont peu et en font tous la même chose. L’écrasante majorité des fonds belges et étrangers qui collectent les milliards d’euros placés par les ménages et entreprises belges est gérée par une poignée de grands groupes bancaires : KBC, BNP, Belfius, ING, Crédit agricole (depuis son acquisition de Degroof Petercam) et Ackermans & van Haaren (via son contrôle de la banque Delen). Leur gestion des fonds est globalement semblable : acquisition d’un portefeuille de titres, qui est diversifié à l’échelle mondiale et qui suit les « tendances du marché ». La pénétration du marché belge par les leaders mondiaux de la gestion de fonds – BlackRock, Vanguard, JP Morgan, etc. – demeure donc très limitée, ne récoltant que quelques millions d’euros issus des IRP et des « fonds de fonds » des groupes qui dominent en Belgique.

Les données et commentaires sur l’offre belge de fonds d’investissement sont plus rares que ceux sur la demande. Les rapports de la BEAMA se contentent de célébrer les fonds en vogue, comme les « fonds mixtes » (composés d’actions et d’obligations) ou les « fonds durables » (cf.

infra). Quant aux statistiques publiées par la BNB et la FSMA, elles nous renseignent sur la nationalité des fonds, mais sont silencieuses sur l'identité de leurs distributeurs et gérants. Sur le plan méthodologique, cette section se base donc davantage sur des entretiens avec des professionnels du secteur, ainsi que sur l'analyse de comptes annuels de nombreux fonds. Pour clarifier la situation, le schéma 3 retrace le mouvement de l'argent investi sur le marché belge des fonds d'investissement. En décembre 2021, la demande belge, située en haut à droite, investit 413 milliards d'euros dans des fonds¹⁵², dont environ 170 dans des fonds belges et 243 dans des fonds étrangers. Avec les 58 milliards d'euros provenant d'investisseurs étrangers, les fonds belges recueillent 240 milliards d'euros. Bien qu'elle veuille à préserver la confidentialité des gestionnaires de ces fonds, la FSMA a récemment communiqué qu'elle avait, pendant la crise du Covid, « entretenu un dialogue quotidien avec les six principales sociétés de gestion, qui assurent la gestion de près de 90 % des actifs des [organismes de placement collectif (OPC)] publics belges »¹⁵³, ce qui suggère une offre de fonds belges très concentrée.

Schéma 3. Structure du marché belge des fonds d'investissement (2021)



Sources : Réalisation de l'auteur, à partir de BNB, Compte financier, <https://stat.nbb.be>.

À partir de la liste des OPC publics belges tenue par la FSMA et des rapports annuels de ces fonds d'investissement, il est possible de mettre des noms sur ce « top 6 » (cf. Tableau 2). Quatre sociétés se détachent et détiennent ensemble les trois quarts du marché des fonds belges. Les deux premières, KBC AM et BNP AM, font partie d'importants groupes bancaires. La troisième, Candriam, a été détachée du groupe Dexia dans le sillage de la crise financière (Vincent, 2012), mais son rôle sur le marché belge demeure largement dépendant des réseaux de distribution de Belfius, qui sont à l'origine de 98 % des montants recueillis. Elle pourrait par ailleurs être menacée par la société de gestion interne au groupe Belfius, Belfius Investment Partners, qui a été créée en 2016 afin de reprendre le contrôle sur cette activité lucrative. Ainsi, depuis le 1^{er} février 2022, les 3 milliards d'euros du fonds « Belfius Sustainable » ne sont plus gérés par Candriam, mais par Belfius Investment Partners. En quatrième position, figure la société de gestion de la première « banque privée » de Belgique, Degroof Petercam, qui a récemment été absorbée par le groupe Crédit agricole¹⁵⁴. Elle devance la société d'une autre banque privée, Delen Private Bank, surtout active en Flandre et détenue par le *holding* Ackermans & van Haaren. Enfin, en décembre 2021, la société NN Investment Partners pèse

¹⁵² Ce montant ne comprend pas la part issue des fonds de fonds afin d'éviter le double compte évoqué précédemment.

¹⁵³ FSMA, Rapport annuel, 2020, p. 40. Précisons que 88,5 % des fonds belges sont des OPC publics.

¹⁵⁴ *L'Écho*, 4 août 2023.

sur le marché belge par la gestion du fonds d'épargne-pension d'ING, « Star Fund », qui représente à lui seul 4,9 milliards d'euros. En avril 2022, elle est acquise par Goldman Sachs Asset Management, ce qui conduit ING à ramener la gestion de ce fonds « en interne » ; NN Investment Partners disparaît ainsi de l'édition 2022 du « top 6 » au profit de ING Solutions Investment Management¹⁵⁵.

Tableau 2. Principales sociétés de gestion des fonds de droit belge (2021)

	Société de gestion	Actifs des fonds gérés	Proportion du total	Proportion cumulée
1	KBC Asset Management	75.245.662.344,44 €	35,42 %	35,42 %
2	BNP Asset Management	37.287.313.695,70 €	17,55 %	52,97 %
3	Candriam	25.604.153.164,73 €	12,05 %	65,02 %
4	Degroef Petercam Asset Management (Arvestar inclus)	19.659.325.090,97 €	9,25 %	74,27 %
5	Capfi Delen Asset Management	7.551.336.426,18 €	3,55 %	77,82 %
6	NN Investment Partners (devenu Goldman Sachs Asset Management)	5.023.198.609,95 €	2,36 %	80,19 %

Sources : Liste de la FSMA et rapports annuels des fonds.

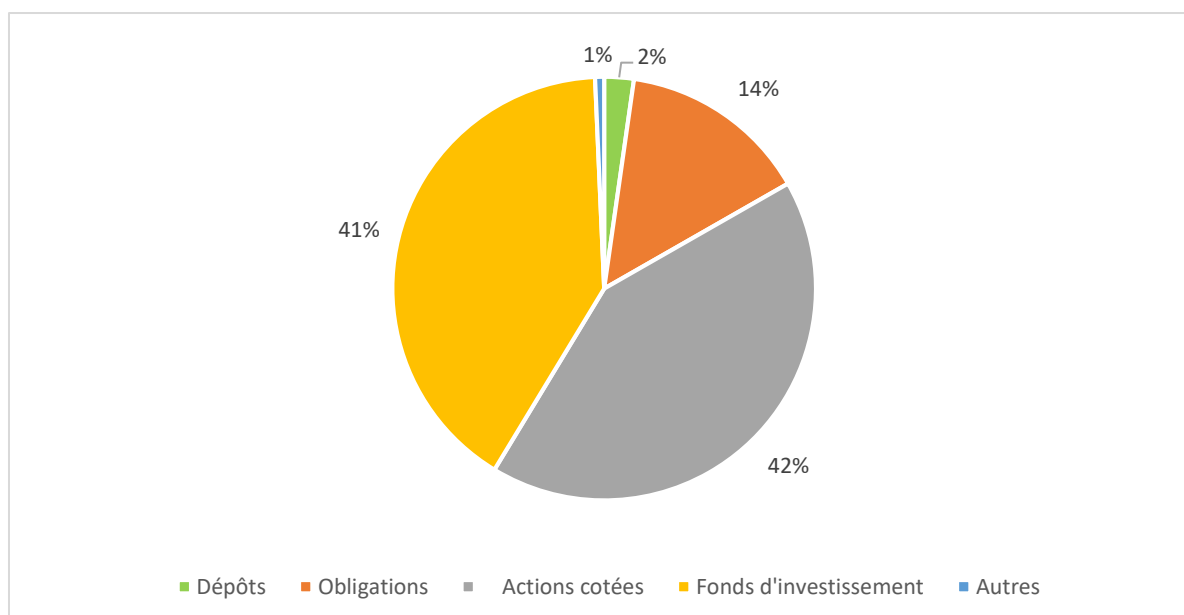
Il apparaît donc que les 240 milliards d'euros placés dans des fonds d'investissement belges sont largement gérés par une poignée d'entreprises. Qu'est-ce qui détermine ensuite les actifs dans lesquels ces milliards sont investis ? À en croire l'avis du directeur de la BEAMA cité précédemment, les banques disposent de larges marges de manœuvre dans la construction des fonds, les clients étant généralement incapables de distinguer entre les types de produits financiers. Un gestionnaire de portefeuille interviewé dans le cadre de cette recherche va dans le même sens : « Toutes nos études le montrent : la variable la plus corrélée aux montants investis dans un fonds n'est pas son rendement historique, mais l'effort marketing déployé »¹⁵⁶. Autrement dit, la politique d'investissement des fonds est davantage déterminée par le choix des gestionnaires d'actifs que par les préférences des « consommateurs ». Elle suit donc généralement les « tendances de marché » : face à la faiblesse des taux d'intérêt, elle a massivement privilégié les actions, qui représentent en décembre 2021 plus de 40 % des portefeuilles des fonds belges (cf. Graphique 16). Parmi ces actions, les titres belges bénéficient bien moins qu'auparavant d'un traitement de faveur : ils ne représentent que 0,85 % des portefeuilles des fonds d'actions¹⁵⁷. Comme s'en félicite un récent rapport de la Banque centrale européenne (BCE), les gestionnaires de fonds d'investissement sont de moins en moins victimes du « biais domestique » (Molestina Vivar et al., 2020) ; en quête de diversification, ils raisonnent à l'échelle globale.

Graphique 16. Portefeuille des fonds d'investissement belges (2021)

¹⁵⁵ En reprenant la gestion du « Star Fund », ING Solutions Investment Management dépasse désormais les 8 milliards d'euros d'actifs sous gestion, ce qui est susceptible de reléguer Capfi Delen AM à la sixième position.

¹⁵⁶ Extrait d'un entretien réalisé par l'auteur avec un gestionnaire de fonds d'investissement.

¹⁵⁷ BEAMA, Rapport annuel, 2021.



Sources : BNB, Compte financier, <https://stat.nbb.be>.

Avec les actions, ce sont les fonds d'investissement qui reçoivent l'essentiel des montants placés dans les fonds. Comme nous l'avons évoqué *supra*, cette structure du « fonds de fonds » présente plusieurs avantages, dont celui de permettre une réduction des coûts pour les sociétés de gestion (Sokołowska, 2016). Elle imprègne le marché belge, puisque les fonds belges redirigent 97 des 240 milliards d'euros qui leur sont confiés vers d'autres fonds (cf. Schéma 3). Pour identifier les principaux bénéficiaires de ces 97 milliards, penchons-nous sur trois des principaux fonds de fonds belges : « BNPPF Private » (19,2 milliards placés en fonds), « Sivek » de KBC (2,9 milliards) et « Belfius Fullinvest » (2,2 milliards). Il apparaît avant tout que l'essentiel des ressources est destiné à des fonds du même groupe (cf. Tableau 3). Plusieurs milliards d'euros restent ainsi dans le périmètre des fonds belges, tandis que d'autres sont destinés aux fonds luxembourgeois des banques (labellisés « Fonds étrangers 1 » dans le schéma 3). L'argent reste ainsi sous contrôle et ne va pas nourrir les résultats des firmes concurrentes. Le solde restant est investi auprès des leaders mondiaux de la gestion de fonds d'investissement : BlackRock, Amundi, Robeco ou Schroders.

Tableau 3. Exemples de placements issus de fonds de fonds de droit belge

Fonds de fonds	1 ^{re} destination	2 ^e destination	3 ^e destination	4 ^e destination
BNPPF Private	BNP (54,5 %)	Robeco (10 %)	BlackRock (3,9 %)	Amundi (3,2 %)
Sivek (KBC)	KBC (99,2 %)	JP Morgan (0,9 %)	BlackRock (0,4 %)	BNP (0,4 %)
Belfius Fullinvest	Candriam (94,1 %)	BlackRock (2,3 %)	Schroders (2,2 %)	Amundi (1 %)

Sources : Comptes annuels des fonds.

Il convient à présent d'analyser le second volet de l'offre sur le marché belge des fonds d'investissement, à savoir les fonds étrangers. Les ménages et entreprises belges y placent 328 milliards d'euros en décembre 2021. Nous avons vu qu'une part de ce montant provient de fonds de fonds belges appartenant aux groupes bancaires du pays (cf. Schéma 3). Mais qu'en est-il des milliards restants ? Comment ces fonds sont-ils offerts sur le marché belge ? Pour l'essentiel, ils le sont via les réseaux d'agences des principales banques, exactement comme les

fonds belges. En effet, les principaux acteurs du marché belge proposent également des fonds qu'ils ont enregistrés au Grand-Duché de Luxembourg via une filiale¹⁵⁸. Ces fonds, nés au Luxembourg mais principalement vendus en Belgique, sont les « Fonds étrangers 1 » dans le schéma 3 : ils sont semblables à leurs homologues belges et *publiquement* distribués sur le territoire belge. Cette dernière qualité motive la FSMA à en tenir un registre, qui permet de les identifier. Cependant, étant donné que ces fonds étrangers sont souvent diffusés dans d'autres pays que la Belgique, les montants qu'ils récoltent excèdent l'investissement des résidents belges – en particulier pour les fonds BNP, qui sont vendus dans plusieurs pays d'Europe. Si les chiffres du tableau 4 ne reflètent donc pas l'implication belge dans ces fonds, ils permettent de saisir l'emprise du « top 6 » sur ce second volet de l'offre.

Tableau 4. Actifs des fonds étrangers distribués en Belgique (2021)

	Société de gestion	Actifs
1	BNP Asset Management	98.582.840.709,68 euros
2	Candriam	41.511.533.737,00 euros
3	Capfi Delen Asset Management	23.133.497.316,66 euros
4	KBC Asset Management	13.566.670.861,63 euros
5	ING Solutions Investment Management	10.980.198.292,98 euros
6	Degroof Petercam Asset Management	8.874.562.679,83 euros

Sources : Liste de la FSMA et rapports annuels des fonds.

Sur les 209 milliards d'euros que ce type de fonds étrangers recueille des résidents belges, une large part passe donc par les mains des mêmes groupes bancaires. Ces derniers les vendent via leur réseau d'agences et en gèrent l'essentiel des portefeuilles dans les mêmes bureaux que pour les fonds belges, à Bruxelles. C'est pourquoi la BEAMA peut se targuer sur son site Internet d'un montant « géré depuis la Belgique » supérieur à celui placé dans les fonds belges¹⁵⁹. D'ailleurs, son directeur général ne considère pas ces fonds luxembourgeois comme des fonds véritablement étrangers : « Quand je parle des “fonds belges”, pour moi c'est “belgo-luxembourgeois”. Pour moi, c'est juste l'enregistrement qui est luxembourgeois, mais c'est peut-être même géré ici au niveau belge. Il y a énormément de fonds luxembourgeois qui sont gérés ici parce que c'est KBC Asset Management, BNP, etc. C'est juste le label “Luxembourg” parce que, au niveau fiscal, c'est plus facile »¹⁶⁰. Cette citation d'un représentant des intérêts du secteur belge révèle la « naturalité » acquise par les stratégies des grandes banques du pays : il est admis que ces dernières jouissent des accommodements luxembourgeois pour construire l'offre du marché belge¹⁶¹.

Certes, ces fonds luxembourgeois, tout comme leurs homologues belges, sont parfois des fonds de fonds ; ils redirigent donc une partie des montants collectés vers d'autres fonds étrangers qui sont gérés par les leaders du marché et alimentés en outre par la composante « institutionnelle » de la demande belge (cf. « Fonds étrangers 2 » dans le graphique 17). Mais ces transferts demeurent limités et principalement destinés à des fonds du même groupe. Par exemple, le portefeuille de 223,4 millions d'euros du fonds luxembourgeois vendu par BNP en Belgique

¹⁵⁸ Depuis peu, il ne leur est même plus nécessaire de mobiliser une filiale : les récentes directives européennes « UCITS » permettent à une société de gestion belge de créer et gérer un fonds luxembourgeois – et *vice versa* (cf. *supra*).

¹⁵⁹ BEAMA, « Chiffres clés gestion de fortune », www.beama.be.

¹⁶⁰ Extrait d'un entretien réalisé par l'auteur avec M. Van de Gucht.

¹⁶¹ Sur l'actualité de ces accommodements, cf. *supra*, chapitre 2.

« Multi-Asset Thematic » est quasi exclusivement composé de parts d'autres fonds, mais dont 89,4 % sont des fonds BNP. L'internationalisation de l'offre belge est donc toute relative : l'écrasante majorité des fonds commercialisés dans le pays est vendue et gérée par une poignée d'institutions. Aussi longue soit la chaîne reliant le distributeur du fonds à son gestionnaire effectif, l'argent demeure la plupart du temps dans les mêmes groupes. À cet égard, le directeur général de la BEAMA est explicite : « La plupart des institutions financières belges offrent *leurs* produits, *leurs* fonds, etc. Parce qu'elles ont *leur* société de gestion, qu'elles mettent en place les produits et qu'elles gèrent les produits. C'est une machinerie. Elles vendent ces fonds tout le temps, et c'est facile pour elles (...). Pourquoi seraient-elles enclines à promouvoir l'investissement en lignes directes ou l'*open architecture* [c'est-à-dire distribuer des fonds d'autres sociétés de gestion] ? Une fois que c'est mis en place, c'est plus facile : ça reste intra-groupe »¹⁶².

L'emprise de cette machinerie est certes mise à l'épreuve par l'importance croissante dans la demande belge des assurances et des IRP, qui sont davantage en mesure de mettre en concurrence les fonds du « top 6 » avec leurs concurrents étrangers. D'autant plus que les directives UCITS œuvrent à intensifier cette concurrence entre fonds à l'échelle européenne (cf. *supra*). Mais, jusqu'à aujourd'hui, ces contre-mouvements n'ébranlent pas fondamentalement la structure concentrée du marché belge des fonds d'investissement. De même, les récents incitants fiscaux aux placements dans des fonds investissant dans des actions non cotées (*private equity*) ne semblent pas susceptibles de changer la donne, les gestionnaires de fortune des principales banques du pays proposant déjà ce type de produits. Tant que les résidents belges se tournent surtout vers leur banque pour gérer leur épargne, les grands groupes semblent intouchables. La principale menace à leur domination pourrait être un achat, consenti ou non, de la société de gestion du groupe par un autre groupe plus imposant encore. L'acquisition de la société de gestion associée au groupe ING, NN Investment Partners, en avril 2022 par le groupe Goldman Sachs, tout comme celle de la banque privée Degroof Petercam en août 2023 par le groupe Crédit agricole, s'inscrivent dans cette logique d'accroissement de la concentration du secteur, mais en l'occurrence à l'échelle mondiale.

¹⁶² Extrait d'un entretien réalisé par l'auteur avec M. Van de Gucht.

Chapitre 4. Les fonds d'investissement dans la société belge

Ce quatrième et dernier chapitre vise à rendre compte des principaux impacts socio-économiques des fonds d'investissement au-delà du secteur strictement défini. Sans prétendre épuiser ces impacts, il cible quatre domaines de la vie sociale souvent abordés dans la littérature socio-économique. Premièrement, en identifiant les principaux bénéficiaires des revenus issus des fonds d'investissement, il s'agit de dégager quelques enseignements sur les relations entre ce véhicule de placement et les inégalités de patrimoine entre Belges. Étant donné la complexité de la thématique et l'insuffisance des données disponibles, aucune conclusion définitive n'est posée, mais certains indices pointent vers un effet régressif des fonds, qui alourdiraient les inégalités. Deuxièmement, le pouvoir des fonds sur l'allocation du capital est étudié à travers une analyse de leur orientation de l'épargne belge vers certaines entreprises cotées. Plus précisément, l'intégration des enjeux écologiques dans cette allocation du capital est évaluée et apparaît largement insuffisante. Troisièmement, nous discutons du rôle des fonds sur la gouvernance des entreprises dont ils détiennent les actions. Si les sociétés de gestion de fonds à la tête du marché belge exercent de plus en plus le droit de vote attaché à ces actions, elles ne semblent pas désireuses de mobiliser leur pouvoir d'influence pour réorienter la politique des entreprises (par exemple, vers des activités durables). Enfin, quatrième, la dernière section porte sur les relations entre les acteurs privés du secteur des fonds et les autorités de régulation. Ces relations, plurielles et dynamiques, informent sur les interdépendances entre puissance publique et institutions financières.

Les quatre volets de ce chapitre témoignent de l'importance des fonds d'investissement, non seulement au sein du système financier national, mais vis-à-vis de nombreux enjeux sociétaux.

4.1. Les fonds nourrissent-ils les inégalités ?

L'impact du succès des fonds d'investissement en Belgique sur les inégalités entre ménages peut s'appréhender de multiples manières, notamment en fonction de la définition des inégalités (de revenu ou de patrimoine, relatives ou absolues, etc.). Les données disponibles contraignent toutefois le champ des possibles. Pour aborder cet enjeu de façon à la fois succincte et accessible, cette section propose de suivre l'argent issu des fonds. Les montants collectés par les fonds sont investis dans différents titres financiers qui génèrent trois types de revenus : des intérêts (sur les titres de dette), des dividendes (sur les actions) et des plus-values (lors d'une revente à un prix supérieur au prix d'achat). Une part de ces revenus est versée à la société de gestion du fonds, et l'autre part aux Belges qui ont placé leur argent dans le fonds (cf. Schéma 1). Par ailleurs, la part des revenus distribuée aux investisseurs est dopée par certaines mesures fiscales adoptées pour stimuler le secteur des fonds d'investissement. En tâchant d'identifier les individus qui bénéficient de ces flux de revenus, cette section délivre certains enseignements sur l'impact distributif des fonds d'investissement en Belgique. À première vue, celui-ci est régressif : il semble nourrir les inégalités de patrimoine entre ménages (mais pas forcément davantage que d'autres placements financiers).

Avant tout, il apparaît des statistiques présentées précédemment (Statbel et HFCS) que, contrairement aux espoirs de ses premiers partisans belges (cf. *supra*) et au discours promotionnel encore en vigueur, les fonds d'investissement ont peu favorisé la « démocratisation » de l'investissement boursier. Certes, ils sont davantage diffusés parmi les couches sociales moins favorisées que ne le sont les actions et les obligations (cf. Graphique

13). Mais ils demeurent surtout détenus par les plus fortunés du pays. Ainsi, en 2010, à peine 17,6 % des Belges placent de l'argent dans des fonds ; ce taux est d'environ 5 % pour les 20 % les moins nantis et d'environ 25 % pour les 20 % les plus riches (Du Caju, 2013). Si le taux de participation de la population totale a depuis grimpé à 22,8 %, les montants investis proviennent toujours en grande partie des plus fortunés. Un indicateur qui capture cette inégalité est l'écart entre la médiane et la moyenne des montants investis en fonds (parmi les 22,8 % de la population qui placent de l'argent en fonds) : en 2022, la médiane vaut 36 462 euros, tandis que la moyenne est de 135 760 euros (De Sola Perea & Van Belle, 2022). Autrement dit, alors que la moitié des Belges qui placent de l'argent en fonds y investit moins de 36 462 euros, les plus fortunés du pays y investissent tellement qu'ils font grimper la moyenne des montants à plus de 135 000 euros. À l'inverse, les moins nantis détiennent l'essentiel de leurs actifs sous la forme de dépôts bancaires, ce qui n'est pas le cas des plus riches (cf. Graphique 13). Ainsi, parmi les Belges qui perçoivent des revenus distribués par les fonds, les ménages à haut patrimoine sont surreprésentés.

Par ailleurs, comme nous l'avons signalé, ces revenus sont dopés par certaines mesures fiscales. Si l'exonération fiscale dont jouissent les sociétés de gestion profite à tous les fonds, d'autres mesures sont plus ciblées et donc susceptibles de nuancer notre première conclusion si elles favorisent les fonds dans lesquels les ménages à moins haut patrimoine placent leur argent.

D'une part, il s'agit des réductions d'impôts associées aux placements dans un fonds d'investissement « épargne-pension ». Elles permettent à chaque Belge de récupérer un certain montant des impôts payés : si 800 euros sont investis dans un fonds d'épargne-pension, 240 euros ($800 \times 30\%$) sont retirés des impôts. Ces réductions sont moins inégalitaires que les *déductions* qui les ont précédées : jusqu'en 2012, les montants investis en fonds amputaient la base imposable, de telle sorte que le gain était déterminé par le taux s'appliquant à la tranche la plus élevée de revenu et était donc proportionnel aux revenus. Plus encore, le montant actuellement éligible à cette réduction est plafonné à 1 270 euros annuels par personne. C'est pourquoi les plus fortunés du pays, alors qu'ils présentent le taux de participation à ce dispositif le plus élevé (près de 70 % en 2010), n'y investissent que 11 % de leur patrimoine financier, soit le taux le plus faible après celui des ménages au plus bas patrimoine (cf. Graphique 13). L'écart entre la moyenne et la médiane, cet indicateur déjà mobilisé précédemment, est d'ailleurs bien plus faible que pour les placements dans les autres fonds d'investissement : en 2020, la moitié des Belges participant à ce dispositif y investissent moins de 14 060 euros, alors que le montant moyen investi est de 29 351 euros.

Si leurs bénéficiaires sont moins concentrés au sommet de la distribution du patrimoine, ces réductions excluent toutefois la fraction de la population qui ne perçoit pas assez de revenus pour payer des impôts. Contrairement au *crédit* d'impôt, la réduction n'admet en effet pas de montant négatif qui impliquerait un versement net de l'État. En 2010, parmi les 20 % qui reçoivent les revenus les plus faibles, moins d'un individu sur cinq place de l'argent dans un fonds d'épargne-pension (Du Caju, 2013). En termes absolus, ce dispositif profite surtout aux plus fortunés du pays, qui y placent le plus d'argent. Mais en termes relatifs, le plafonnement des montants éligibles à la réduction d'impôt implique que ce sont les couches intermédiaires qui y placent la part la plus importante de leur patrimoine financier. Les données disponibles ne permettent pas d'être plus précis sur l'impact distributif. Elles contribuent toutefois à nuancer l'étendue du premier constat, en soulignant la nature particulière du fonds d'épargne-pension.

D'autre part, des mesures fiscales visent à promouvoir le financement des entreprises belges, majoritairement non cotées en bourse, via des fonds d'investissement spécialisés. Ainsi, par exemple, en 2018, un des statuts proposés à ce type de fonds – celui de la « pricaf privée »¹⁶³ – s'est vu gratifier d'un régime particulier : exonération du précompte mobilier sur les dividendes distribués (s'ils sont issus de plus-values ou d'une société belge) et levée des principales conditions pour appliquer l'avantage « RDT » (cf. *supra*). Ce privilège fiscal a entraîné l'émergence de nouvelles pricafs privées¹⁶⁴. Or ce véhicule d'investissement est généralement proposé par le service de gestion fortune (*wealth management*), auquel le seuil d'accès est généralement de 5 millions d'euros. Certes, certaines banques se targuent de démocratiser l'accès à ces fonds en abaissant ce seuil à 250 000 euros, voire à 100 000 euros¹⁶⁵. Mais il demeure que ce type de placement, et dès lors les avantages fiscaux qui lui sont attachés, concernent exclusivement les plus fortunés du pays.

Ces statistiques sont insuffisantes pour établir avec rigueur l'impact des fonds d'investissement sur les inégalités entre ménages en Belgique. Davantage de données, systématiquement ventilées en fonction de la distribution du patrimoine, devraient être disponibles. Il faudrait en outre comparer le rendement annuel généré par les flux de revenus évoqués avec le rendement d'autres placements, comme la rente immobilière ou le dépôt bancaire¹⁶⁶. Cela étant, ces indications ne sont pas inutiles et semblent pointer vers un effet anti-redistributif des fonds d'investissement : l'essentiel des revenus distribués est perçu par des ménages situés dans la « partie haute » de la distribution du patrimoine. Cette prudente conclusion est corroborée par l'analyse transversale menée par le sociologue Olivier Godechot (2016) sur les pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) : la part des fonds dans le patrimoine des ménages s'y révèle fortement corrélée à la croissance des inégalités en général, et à l'écart entre les couches sociales aux extrêmes de la distribution en particulier.

Ensuite, il reste à se pencher sur les autres bénéficiaires des revenus du fonds : les acteurs qui perçoivent les commissions retenues par la société de gestion du fonds (frais d'entrée, frais de gestion, etc. : cf. Schéma 1). Les données à ce propos sortent rarement de l'entreprise et sont donc plus rares encore. Étant donné l'importance des montants ainsi collectés¹⁶⁷, il n'est toutefois pas vain d'identifier la pluralité d'acteurs concernés. Cette dernière se structure selon deux dimensions : l'entreprise concernée et le niveau hiérarchique de l'acteur. Sur la première dimension, trois types d'entreprises bénéficient des commissions : la société de gestion (KBC AM, BNP AM, Candriam, etc.), le distributeur du fonds (KBC Banque, BNP, Belfius, etc.) et

¹⁶³ Ce type de fonds ne peut acquérir que des titres émis par des entreprises non cotées (« *private equity* »). Fondée en 2003 afin de stimuler le financement des PME belges, la « pricaf privée » récolte d'abord des montants très limités. À partir de 2013, l'apport des sociétés non financières, motivé par plusieurs incitants fiscaux, permet à ce type de fonds de collecter environ 15 milliards d'euros (chiffres issus de BNB, Compte financier, <https://stat.nbb.be>).

¹⁶⁴ *L'Écho*, 1^{er} juin 2019.

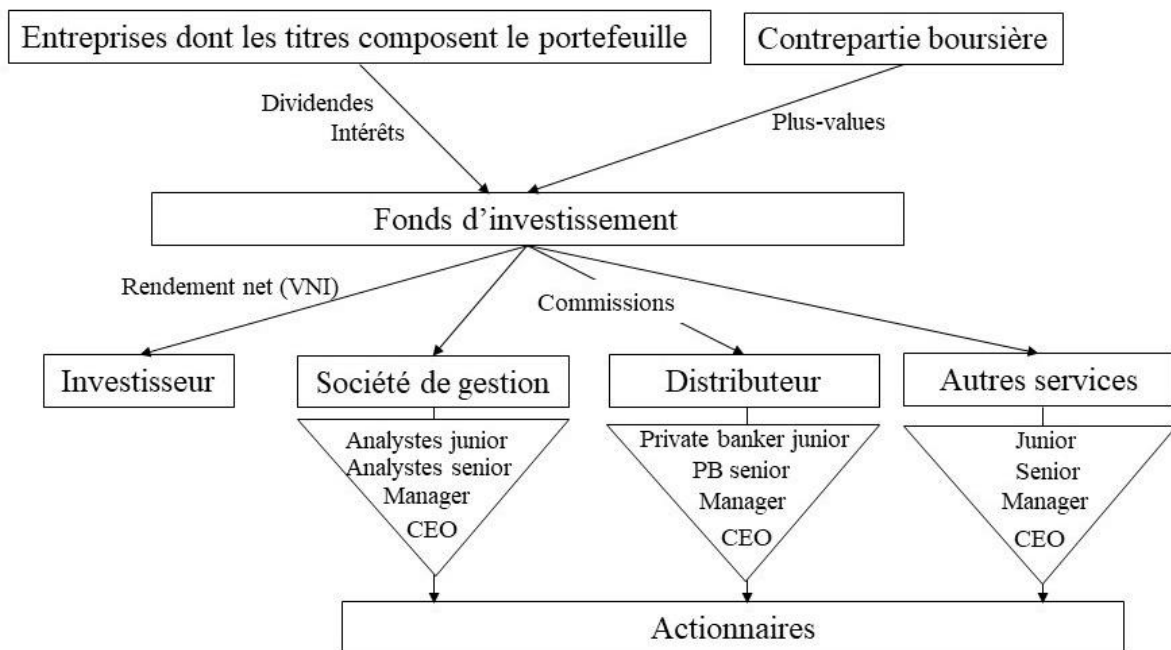
¹⁶⁵ *L'Écho*, 21 octobre 2021.

¹⁶⁶ En première approximation, il semble que le dépôt bancaire – placement représentant 83 % du patrimoine des ménages les moins nantis – offre un rendement inférieur à celui des fonds d'investissement. Ainsi, sur la période 2011-2020, les fonds belges « UCITS mixtes » – qui constituent près de 50 % des fonds vendus en Belgique depuis quelques années – affichent un rendement annuel net (c'est-à-dire après déduction des différents frais) d'environ 3 % de moyenne. En parallèle, depuis 2012, les taux rémunérant les dépôts bancaires oscillent entre 0,11 % et 1,5 %. Pour davantage de données à ce propos, cf. BEAMA, Rapports annuels, 2018-2021 ; ESMA (2022).

¹⁶⁷ Par exemple, en 2021, les commissions issues des services de gestion de fortune du groupe KBC (qui comprennent la gestion de fonds) valent plus de 1,2 milliard d'euros.

d'autres entreprises offrant des services « de support » (banque dépositaire, audit, comptabilité, etc.). La seconde dimension se révèle au sein de chaque entreprise : les commissions y prennent la forme des rémunérations des travailleurs. L'activité de la société de gestion est principalement soutenue par des « analystes », qui étudient et sélectionnent les titres à acheter et à vendre, tandis que celle de l'entreprise distributrice l'est par des vendeurs de fonds, qui peuplent le réseau d'agences (généralement nommés « *private bankers* »). Les managers, ainsi que les managers des managers (CEO), reçoivent également une partie de ces commissions. Enfin, le solde est versé sous la forme de dividendes aux actionnaires de ces différentes entreprises. Lorsque ces dernières font partie d'un groupe, comme c'est le cas pour KBC ou BNP, les actionnaires de la société de gestion sont les mêmes que ceux du distributeur. Ce fonctionnement, légèrement simplifié¹⁶⁸, est résumé dans le schéma 4.

Schéma 4. Transferts de revenus au sein du secteur des fonds d'investissement



Sources : Réalisation de l'auteur, à partir des rapports annuels de fonds et d'entretiens avec des professionnels du secteur.

Pour apprécier l'impact distributif de cette chaîne de versements, il est nécessaire de connaître les montants associés à chaque échelon, ainsi que la position de chaque travailleur dans la distribution belge des patrimoines. Or ces données ne sont pas publiquement disponibles. À nouveau, donc, une exploration approfondie est nécessaire pour établir des conclusions robustes. Cela étant, étant donné la position moyenne des travailleurs du secteur financier dans la distribution des revenus et du patrimoine, il apparaît ici que cette seconde partie des revenus collectés via les fonds d'investissement est également perçue par des individus relativement aisés¹⁶⁹. L'enseignement relatif à la destination des revenus collectés par le fonds semble donc

¹⁶⁸ Les circularités y sont par exemple ignorées (le fonds détient souvent des actions de la société de gestion et du distributeur, tout comme l'investisseur).

¹⁶⁹ Selon nos estimations (basées sur nos entretiens et certains sites Internet de partage d'informations sur les conditions de travail), le revenu d'un employé du secteur des fonds dépasse, dès le début de carrière, la moyenne belge établie par Statbel. Un « junior » – analyste ou *private banker* – peut toucher 4 500 euros bruts par mois, ce

similaire pour les deux types de bénéficiaires – épargnants qui placent dans le fonds et employés du secteur. Pour en inférer une conclusion définitive sur l’impact des fonds d’investissement sur les inégalités de patrimoine entre ménages belges, une mise en perspective plus aboutie est nécessaire. Dans tous les cas, le résultat obtenu n’est pas indépendant de l’angle adopté pour apprécier les transferts de richesse : les incitants fiscaux doivent-ils être comptés comme une réduction de prestations sociales ? Les commissions proviennent-elles des entreprises dont le fonds détient des titres (actions ou obligations) ou de l’épargnant qui paie les frais de gestion ? Ces questions délicates ne doivent toutefois pas nous décourager d’explorer ces enjeux, à la fois centraux et souvent ignorés par les commentaires sur l’état du secteur.

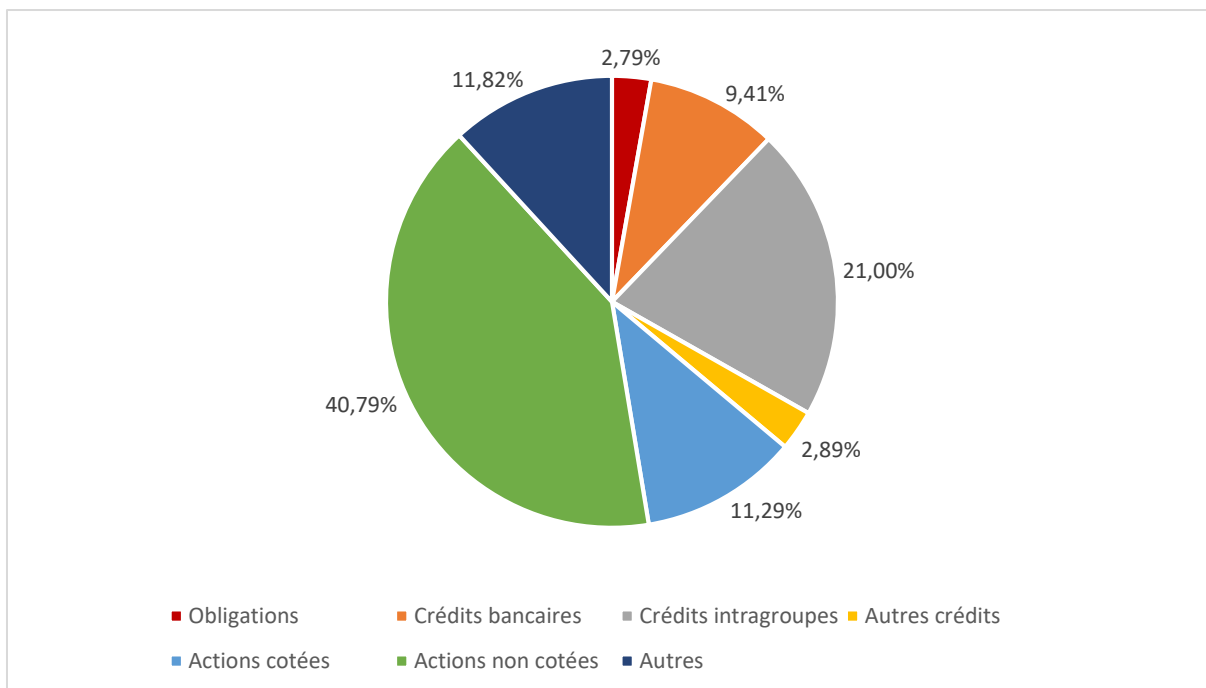
4.2. Les fonds financent-ils la transition ?

Cette deuxième section porte sur un autre impact « extra-financier » des fonds d’investissement. De fait, le succès des fonds d’investissement est susceptible d’affecter l’accès des sociétés non financières à l’épargne des Belges. Par leur sélection des titres qui composent leur portefeuille, les fonds contribuent au financement de certaines entreprises, aux dépens d’autres. Ce pouvoir de décision place les fonds d’investissement au centre du système économique contemporain. Il attire également l’attention des autorités de régulation et de certaines organisations citoyennes, désireuses de voir la préoccupation écologique intégrer la logique de décision des fonds. C’est pourquoi de nombreux fonds sont commercialisés en Belgique en tant que « fonds durables ». À partir d’une analyse de l’allocation du capital des principaux fonds durables belges, cette section met au jour certains ressorts de l’insuffisance de ce « virage vert ».

Comme nous l’avons déjà évoqué, les fonds recueillant l’épargne belge suivent les tendances de marché et adoptent une perspective d’investissement globale qui ne privilégie pas les titres belges. Ce défaut de l’offre de capitaux s’associe à un défaut de la demande : en Belgique, les entreprises se financent peu par l’émission de titres financiers classiques (actions cotées ou obligations). Elles privilégient d’autres voies, comme la vente d’actions hors bourse et les crédits intragroupes (cf. Graphique 17). Dès lors, à première vue, le financement des sociétés non financières belges s’avère peu affecté par le phénomène des fonds. Deux enjeux nuancent cependant ce constat. D’une part, les quelques grandes entreprises belges qui se financent par l’émission d’actions comptent plusieurs fonds au sein de leur assemblée générale. En 2017, 17 % des actions du BEL 20 sont ainsi détenues par des fonds d’investissement (Gelin, 2017). D’autre part, les fonds sont également présents dans l’actionnariat des groupes qui participent au financement des entreprises belges via les crédits intragroupes (21 % de leur passif financier). Nous discuterons *infra* les modalités de cette implication des fonds dans la gouvernance d’entreprises.

Graphique 17. Financement des sociétés non financières belges (2021)

qui est supérieur à 83 % des Belges. Ce montant grimpe à 8 000 euros pour un « senior » (davantage que 96 % des Belges). Cf. Statbel, Statistiques fiscales, <https://statbel.fgov.be>. Dans le cas belge, cette distribution des revenus globaux (professionnel, immobilier, mobilier et autres) est un bon indicateur de la distribution des richesses (De Sola Perea, 2022).



Sources : BNB, Compte financier, <https://stat.nbb.be>.

Il n'est donc pas absurde de se pencher sur l'allocation du capital décidée par les gestionnaires de fonds, même dans le cas belge. Or deux tendances traversent actuellement cette allocation. Outre la globalisation du portefeuille d'investissement déjà évoquée, un « nouveau » critère d'orientation des flux de capitaux est à relever : l'investissement durable. Selon le dernier rapport de la BEAMA, en 2021, les fonds durables captent 98,67 milliards d'euros, soit 35,86 % du marché des fonds publiquement distribués en Belgique¹⁷⁰. À peine quatre ans plus tôt, ces fonds durables ne recueillaient que 19,28 milliards d'euros (5,73 %). Bien entendu, tout l'enjeu réside dans la définition du périmètre de la durabilité. Dans les années 1990 et 2000, le marché belge des fonds durables – alors appelés « fonds ISR » (pour « investissement socialement responsable ») – était officiellement structuré autour des labels et des certifications de l'asbl Ethibel (Demoustiez & Bayot, 2005a, 2005b). Ces derniers reposent sur un « registre d'investissement » dans lequel figurent les actions et obligations d'entreprises qui répondent à des critères « en lien avec les droits humains, les activités climaticides comme les combustibles fossiles, l'énergie nucléaire et les armes et la guerre » (Financité, 2021 : 21). En 2019, l'association professionnelle du secteur financier, Febelfin (cf. *infra*), change la donne en introduisant le label « Towards Sustainability » (TS) qui devient alors la norme. C'est sur la base de cette nouvelle étiquette que la BEAMA dégage le chiffre de 98,67 milliards d'euros.

Comment un fonds d'investissement peut-il obtenir le label TS ? Il doit respecter « la norme de qualité » que Febelfin a placée sous la supervision d'une asbl partiellement administrée par des membres extérieurs au secteur financier : l'Agence centrale de labellisation (CLA)¹⁷¹. Dès sa parution, cette norme est critiquée pour son laxisme, notamment par le directeur de la banque Triodos Belgique, Thomas Van Craen : « Le label n'exclut ni le pétrole, ni le gaz. Une entreprise qui tire 60 % de ses revenus du pétrole peut encore bénéficier d'un fonds portant le

¹⁷⁰ BEAMA, Rapport annuel, 2021.

¹⁷¹ Cf. le site Internet dévolu au label TS : <https://towardsustainability.be>.

nouveau label. Même les entreprises qui exploitent des gisements de gaz de schiste et de sable bitumineux peuvent, certes en application de certaines restrictions, prétendre à un fonds durable »¹⁷². L'asbl Financité, dans son rapport annuel sur le marché de l'investissement socialement responsable en Belgique, critique également la permissivité du label TS : « Notre analyse révèle que 91 % des fonds identifiés comme ISR par Financité et qui ont reçu le label Towards Sustainability ont investi dans des entreprises et/ou des États qui ne respectent pas des principes contenus dans les conventions ratifiées par la Belgique portant sur le droit humanitaire, civil, environnemental, social et de gouvernance » (Financité, 2022 : 21). En juin 2021, les exigences sont renforcées afin de correspondre aux normes européennes, mais le TS tolère toujours que 5 % des revenus du fonds proviennent du secteur du charbon, du pétrole et du gaz non conventionnel. Malgré ces critiques, l'obtention du label semble permettre aux fonds concernés de collecter des montants plus importants (Fox et al., 2023).

Estimant que le TS n'est pas susceptible de réorienter les flux de capitaux gérés par les fonds, Financité plaide pour une intervention publique qui définirait légalement le périmètre de l'investissement durable. Malgré plusieurs déclarations d'intention allant dans ce sens (Financité, 2022), les autorités belges n'ont pas pris de mesures décisives. Comme souvent dans le secteur des fonds d'investissement, la régulation est venue du niveau européen. En mars 2021, le règlement « Sustainable Finance Disclosure » (SFDR) entre en vigueur¹⁷³ et institue une distinction qui partage désormais les fonds durables : les fonds « article 8 » et ceux « article 9 ». Les premiers promeuvent des critères d'investissement environnementaux ou sociaux, tandis que les seconds poursuivent un objectif d'investissement durable. Jusqu'à présent, les fonds s'auto-définissent via ces nouvelles étiquettes, mais, à en croire la responsable marketing d'une société de gestion, la composition des portefeuilles a peu changé, faute de contrôle¹⁷⁴. Malgré cette liberté d'auto-détermination, peu de fonds du marché belge ont opté pour la catégorie la plus exigeante : en décembre 2021, 53,1 % des fonds sont étiquetés « article 8 » (soit davantage que pour le label TS), tandis que 7,2 % le sont « article 9 »¹⁷⁵. Bien que la FSMA recommande aux fonds qui ne sont pas labellisés « article 9 » « d'éviter autant que possible d'utiliser le mot “durable” dans leurs publicités »¹⁷⁶, Financité a recensé plus de cent fonds « classés “article 8” qui contiennent encore le terme “sustainable” dans leur dénomination » (Financité, 2022 : 106)¹⁷⁷.

Que dégager de cette situation confuse ? Que « nous sommes à mi-chemin, [parce qu'environ] 50 % des fonds d'investissement belges sont durables », comme le déclare le directeur d'Ethibel (Forum Ethibel, 2021 : 4), ou – à l'inverse – que le *greenwashing* prévaut ? La récente recherche d'économistes institutionnalistes, intitulée « Mind the ESG Gaps », permet d'apporter une réponse nuancée en éclairant le processus de décision des gestionnaires de fonds (Fichtner et al., 2023). Elle met au jour le rôle des indices de référence dans le choix des titres qui composent

¹⁷² *L'Écho*, 7 février 2019.

¹⁷³ Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers (*Journal officiel de l'Union européenne*, L 317/1, 9 décembre 2019).

¹⁷⁴ *Les Échos*, 7 mars 2022.

¹⁷⁵ BEAMA, Rapport annuel, 2021.

¹⁷⁶ FSMA, « Publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers », mars 2021.

¹⁷⁷ Voir aussi le rapport critique de l'autorité de régulation européenne (ESMA, 2023).

les fonds durables. Depuis l'avènement de la « gestion passive » dans les années 1990¹⁷⁸, la majorité des gestionnaires de tous les fonds – durables ou non – annoncent au client un indice de référence qu'ils tâcheront de répliquer (« gestion passive ») ou tenteront de surperformer (« gestion active »). Dans tous les cas, leur sélection de titres ne s'écarte guère de celle de l'indice, de telle sorte que les gérants actuels délèguent une large partie de leur pouvoir de décision aux entreprises qui construisent ces indices (Petry et al., 2021). Dès lors, pour évaluer la durabilité des portefeuilles des fonds d'investissement, il est essentiel de s'intéresser à leurs indices de référence.

Or les chercheurs du DIIS révèlent que, à l'échelle mondiale, « 87,9 % des fonds actifs ESG [c'est-à-dire des fonds durables] utilisent des indices non ESG comme référence pour leurs investissements, tandis que seulement 3,7 % utilisent des indices ESG (...). Cela signifie que la référence par rapport à laquelle ils évaluent leur performance n'est résolument pas durable et qu'ils devraient s'en écarter de manière substantielle pour avoir un impact durable sur l'allocation du capital. Mais comme le montre une analyse plus approfondie des fonds ESG actifs de notre base de données, ils s'écartent à peine de leurs indices de référence non ESG » (Fichtner et al., 2023 : 17). Quant aux fonds associés à un indice de référence « ESG » (pour « Environnement, social et gouvernance »), 88 % mobilisent le type d'indice le moins exigeant. C'est pourquoi les auteurs de cette étude plaident pour une régulation des indices de référence, qu'ils estiment au moins aussi importante que la régulation des labels de durabilité.

Qu'en est-il du cas belge ? En 2021, le marché des fonds durables est plus concentré encore que celui des fonds classiques : le « top 4 » recueille 60 % des montants¹⁷⁹. Pour apprécier la dépendance des portefeuilles de ces fonds vis-à-vis d'indices boursiers (ESG ou non ESG), nous avons analysé un fonds durable de chaque membre du « top 4 ». Il apparaît que la plupart des fonds comparent leur performance à un indice boursier classique, c'est-à-dire non ESG (cf. Tableau 5). Seuls les fonds durables de KBC allouent 95 % du montant récolté sans comparer leur performance à un indice ; il est par ailleurs significatif que les 5 % adossés à un indice sont investis dans des titres d'entreprises moins impliquées dans la transition mais comprises dans l'indice de référence (L'Oréal, Carlsberg, Nissan, Coca-Cola, JP Morgan, etc.). Parfois, une marge d'erreur est même annoncée au client, ce qui lie plus étroitement encore les décisions d'investissement à la composition de l'indice de référence (tel est le cas de Belfius). Ainsi, l'indépendance vis-à-vis d'un *benchmark* non durable semble être une condition nécessaire (mais pas suffisante¹⁸⁰) à une réelle réorientation des capitaux gérés via les fonds. Or cette condition est rarement rencontrée sur le marché belge. Dans ce contexte, il n'est pas étonnant de trouver des titres d'entreprises controversées dans la plupart des fonds durables.

Tableau 5. Logiques de placement de fonds durables de droit belge

	Exemple de fonds durable (actifs)	Indice de référence	Déviations
1	KBC Eco Fund (2.268.237.605,03 €)	- Aucun pour 95 % du fonds - Non ESG (MSCI) pour 5 %	3 %

¹⁷⁸ Cette stratégie de placement vise à obtenir le « rendement du marché » en répliquant la performance d'un indice boursier. Sur son origine et ses conséquences sur les marchés financiers (Petry et al., 2021; Dutermé, 2023b).

¹⁷⁹ Selon le classement du rapport de Financité et en fusionnant les parts de Belfius et de Candriam (Financité, 2022).

¹⁸⁰ De fait, rien n'implique que cette indépendance se traduise automatiquement en placement plus durable. Par exemple, au sein de la section « indépendante » du fonds C + F de Cadelam, figurent les titres de Volkswagen, Total, Alibaba, etc.

2	Cadelam C + F (6.086.855.269,00 €)	- Non ESG (Solactive) pour 93 % du fonds - Aucun pour 7 %	n.d.
3	Belfius Sustainable (3.112.962.501,17 €)	Non ESG (Bloomberg, MSCI)	0,5 - 3 %
4	BNP B Strategy Global Sustainable (4.416.949.613,05 €)	Non ESG (Euro Stoxx, S&P 500, etc.)	n.d.

Sources : Rapports annuels des fonds.

n.d. : non disponible.

Pour conclure ce volet dévolu au pouvoir des fonds d'investissement de financer certaines entreprises plutôt que d'autres, il convient de préciser la singularité de la position du marché belge vis-à-vis des indices boursiers. Si, comme nous l'avons vu, la définition d'un indice de référence contraint la composition du portefeuille des fonds (durables en particulier), ces fonds ne se réclament toutefois pas de la « gestion passive » (cf. *supra*), mais d'une « gestion active » adossée à un indice de référence. Selon le directeur général de la BEAMA, cette attitude des sociétés de gestion s'explique par les frais de gestion plus élevés que peuvent réclamer les fonds gérés « activement » et par la structure du marché belge : « Les fonds passifs (...) ne représentent en Belgique que 3 %, alors que le pourcentage au niveau européen doit être nettement plus élevé. [Car] sur le marché belge, restent prépondérantes les grandes institutions qui essaient de vendre *leurs* fonds et d'influencer un petit peu le client ; elles gagnent plus sur un fonds actif que sur passif »¹⁸¹. Il demeure que les fonds actifs du marché belge communiquent un indice de référence pour rassurer le client. Partant, leur allocation du capital ne s'écarte généralement guère de celle des fonds passifs : elle est globale, centrée sur les titres des plus grandes entreprises, et peu impliquée dans la transition.

4.3. Les fonds ont-ils un impact sur la gestion des entreprises ?

Cette section interroge le rôle joué par les gestionnaires de fonds d'investissement dans la gouvernance des entreprises dont ils détiennent les titres. En effet, le succès des fonds implique que les principales sociétés de gestion héritent du droit de vote aux assemblées générales de très nombreuses entreprises, tant à l'échelle mondiale (Fichtner et al., 2017) qu'europpéenne (Rosati et al., 2020). Étant donné l'ampleur du phénomène des fonds en Belgique, il convient de discuter de cette dimension « politique » de cette forme de placement.

Sur le marché belge, les cinq principales sociétés de gestion *exercent* de plus en plus ce droit de vote. Le nombre d'assemblées générales où BNP AM, Candriam, KBC AM, Degroof Petercam et Capfi Delen prennent part au vote a fortement augmenté, surtout en ce qui concerne les deux premières¹⁸². Jusqu'il y a peu, elles y étaient peu incitées¹⁸³ : les coûts de ces participations sont nombreux (information, personnel, transport, etc.) et les gains potentiels sont assez faibles, surtout lorsque les commissions perçues sont fixées indépendamment des dividendes et intérêts transférés aux investisseurs (Çelik & Isaksson, 2014). C'est pourquoi la mobilisation de ces droits pour mettre sous pression le management des entreprises, aussi

¹⁸¹ Extrait d'un entretien réalisé par l'auteur avec M. Van de Gucht.

¹⁸² Rapports non financiers des sociétés de gestion. BNP AM prenait ainsi part à 1 464 assemblées générales en 2018 et à 2 098 en 2021, tandis que Candriam passait de 775 assemblées générales à 1 856 sur la même période.

¹⁸³ À la naissance des fonds en Belgique, l'exercice du droit de vote avait été restreint, de peur « qu'un fonds de placement, instrument d'épargne collective, dégénère en une société "*holding*", instrument de contrôle d'une entreprise par une autre » (cf. *supra*).

appelée l'« activisme actionnarial », était surtout associée aux *hedge funds* et aux fonds de *private equity*, peu implantés en Belgique (Simons & Van Tongelen, 2007). Ce qui a modifié cette situation est une plus grande exigence de transparence à laquelle font face les sociétés de gestion, en raison à la fois de leur poids croissant au sein du système financier et de la centralité acquise par l'enjeu écologique. En 2017, l'adoption d'une directive européenne destinée à « promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires »¹⁸⁴ appuie cette tendance. Depuis lors, les sociétés de gestion des fonds, en particulier les plus visibles, sont tenues de publier leur politique de vote, ainsi que des rapports annuels de leurs prises de position lors des assemblées générales.

Les politiques de vote des principales sociétés de gestion belges répondent globalement aux mêmes ambitions : soutenir les entreprises dans la « création de valeur », les inciter à développer des pratiques durables et des dispositifs inclusifs¹⁸⁵. Il en est de même lorsque ces sociétés sont interrogées sur les motifs de leur « actionnariat actif »¹⁸⁶ (c'est-à-dire l'exercice du vote, mais aussi l'interpellation privée et publique des dirigeants). Pour saisir l'impact effectif des fonds d'investissement sur la gestion des entreprises, il est toutefois nécessaire d'aller au-delà de ces déclarations d'intention. Si la littérature scientifique des vingt dernières années est prolifique sur cet enjeu, aucune conclusion univoque ne s'en dégage : le pouvoir actionnarial des sociétés de gestion de fonds est associé tantôt à une meilleure performance des entreprises (Yuan et al., 2008) et à une plus grande transparence (Boone & White, 2015), tantôt à un dopage des indicateurs de court terme aux dépens des investissements (Auvray et al., 2016). Depuis quelques années, c'est surtout l'impact des fonds sur la durabilité des entreprises qui est discuté : plusieurs recherches critiques ont mis au jour l'inaction des sociétés de gestion, voire l'énergie déployée – à rebours de leurs déclarations d'intention – pour freiner les avancées (Baines & Hager, 2022).

En ce qui concerne les acteurs du marché belge, ce sont surtout les votes des sociétés multinationales BNP et Candriam qui ont fait l'objet de l'attention des chercheurs. Selon le dernier rapport « Voting Matters » de l'organisation non gouvernementale (ONG) ShareAction, ces deux sociétés de gestion figurent parmi les bons élèves : en 2021, BNP a voté en faveur des résolutions environnementales des entreprises dans 98 % des cas (contre 72 % un an auparavant), et Candriam dans 91 % des cas¹⁸⁷. Cela étant, cet indicateur peut s'avérer trompeur. En 2022, ce pourcentage est ainsi tombé à 19 % pour Candriam, qui s'en justifie par un relèvement de ses exigences climatiques que ne rencontraient généralement pas les propositions minimalistes de la direction de l'entreprise¹⁸⁸. Quant aux autres principales sociétés de gestion du marché belge, leur impact sur la gestion des entreprises n'est pas aisément identifiable. Comme le remarquent Céline Louche, Luc Van Liedekerke et Herwig Peeters, il y a en Belgique « un manque relatif de transparence dans les rapports sur les processus

¹⁸⁴ Directive (UE) 2017/828 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires (*Journal officiel de l'Union européenne*, L 132/1, 20 mai 2017).

¹⁸⁵ Ces documents sont disponibles sur les sites Internet des sociétés : www.bnpparibas-am.be, www.kbcbrussels.be, etc.

¹⁸⁶ Cf. l'enquête menée par Ethibel auprès de quinze gestionnaires de fonds belges (Forum Ethibel, 2022).

¹⁸⁷ ShareAction, « Voting Matters 2021 Are Asset Managers Using their Proxy Votes for Action on Environmental and Social Issues? », décembre 2021, <https://shareaction.org>, p. 14-15.

¹⁸⁸ Candriam, « Voting Annual Review 2022 », p. 91.

d'engagement. L'investisseur ne sait souvent pas très bien comment le processus d'engagement a été élaboré et quelle énergie a été consacrée à ce processus » (Louche et al., 2015 : 294).

In fine, il est donc délicat de dégager de la situation actuelle une conclusion univoque quant à l'impact des fonds d'investissement sur la gestion des entreprises. Selon certains auteurs, les droits actionnaires charriés par les actions qui composent les portefeuilles des fonds représentent davantage une charge qu'un atout pour les sociétés de gestion (Braun, 2022)¹⁸⁹. L'objectif de ces dernières serait de maximiser les montants placés dans leur fonds, plutôt que de peser sur la gestion des entreprises. Plus encore, étant donné les exigences de transparence qui en découlent, l'exercice du pouvoir actionnaire les exposerait au regard du public, des chercheurs et, surtout, du régulateur. C'est pourquoi les principales sociétés de gestion avanceraient sur cette voie à reculons, en y investissant l'énergie suffisante pour minimiser le « risque politique ». Cette hypothèse nous amène sur le champ des relations entre fonds d'investissement et autorités de régulation, auquel est consacrée la section suivante.

4.4. Les fonds pèsent-ils sur leur propre régulation ?

La relation entre les autorités publiques et les fonds d'investissement ne se cantonne pas à l'imposition d'un cadre réglementaire par les premiers aux seconds. D'une part, l'État n'agit pas que comme régulateur, mais aussi comme promoteur du secteur. D'autre part, les entreprises financières contribuent à l'élaboration du cadre réglementaire, lors de consultations initiées par les autorités publiques ou à l'initiative de l'association représentant les intérêts du secteur (BEAMA). Cette section aborde donc cet enjeu de la régulation sous ces deux angles, successivement examinés.

En ce qui concerne d'abord le rôle de l'État vis-à-vis du secteur des fonds d'investissement, celui-ci a toujours été ambivalent, hésitant entre l'objectif de stabilité (approche du régulateur) et celui de croissance (approche du promoteur). Dès sa première intervention dans le secteur des fonds d'investissement en 1957 (cf. *supra*), l'État belge décide de déléguer l'essentiel de son pouvoir de régulation à une agence parapublique dotée d'une certaine autonomie : la Commission bancaire, devenue Financial Services and Markets Authority (FSMA) en 2011. Aujourd'hui, la FSMA veille avant tout au respect du cadre législatif, principalement hérité de l'échelon européen (Moloney, 2014). À cette fin, elle intervient à trois niveaux. *Primo*, avant de lancer un fonds d'investissement, toute société de gestion doit obtenir un agrément auprès de la FSMA en l'informant de son respect des procédures (capital minimum, banque dépositaire, règles de gouvernance et de contrôle des risques, etc.). *Secundo*, après le lancement du fonds, la FSMA contrôle les règles de conduite, en particulier en matière d'informations commerciales (prospectus décrivant le fonds, publicité, rendement affiché, etc.). *Tertio*, lors d'événements alarmants, la FSMA peut entreprendre des enquêtes afin de s'assurer que les fonds ne risquent pas de faire défaut à leur obligation de rembourser sur demande toute part à sa valeur nette d'inventaire (cf. *supra*) ; ainsi a-t-elle par exemple étudié en février 2022 l'exposition des fonds d'investissement belges aux actifs russes, biélorusses et ukrainiens¹⁹⁰.

¹⁸⁹ Pour appuyer son argument, cet auteur prend comme exemple le dispositif récemment proposé par BlackRock afin de permettre aux clients (c'est-à-dire les investisseurs des fonds) d'exercer eux-mêmes le droit de vote des actions composant le portefeuille des fonds.

¹⁹⁰ FSMA et BNB, « Update on Asset Management and Non-bank Financial Intermediation in Belgium », 2022, p. 5-6.

À côté de ce rôle de « veille », la FSMA endosse parfois une fonction de production réglementaire. Comme en témoignent plusieurs épisodes parcourus au fil de ce *Courrier hebdomadaire*, elle s'est engagée dans ce second volet avec prudence, préférant soumettre des propositions d'ajustement aux acteurs du secteur plutôt que de leur imposer des normes prédéfinies. Récemment, en conclusion de son rapport sur le *shadow banking* corédigé avec la BNB, la FSMA a suggéré au Service public fédéral (SPF) Finances de traiter les risques de liquidité des fonds en leur offrant davantage de flexibilité, plutôt qu'en les soumettant à des ratios contraignants¹⁹¹. Cette attitude révèle l'autre « face » des actions des autorités publiques vis-à-vis des fonds d'investissement : la FSMA, par le mandat que l'État belge lui confie, entend encourager le dynamisme de ce secteur pourvoyeur de revenus et d'emplois¹⁹². Le cas des institutions de retraite professionnelle (IRP) déjà évoqué s'inscrit dans cette logique : la FSMA assouplit ses exigences afin d'attirer en Belgique, et en particulier en Flandre, les capitaux gérés par les fonds de pension de multinationales. Le point d'équilibre de ce compromis entre stabilité et dynamisme a varié depuis 1957, au gré des partis au pouvoir, des dirigeants de la FSMA, des idées en vogue et des crises financières (cf. *supra*).

Quant à l'influence, dans « l'autre sens », du secteur des fonds d'investissement sur le cadre réglementaire, elle traverse l'histoire belge. Dès l'origine, la régulation belge des fonds d'investissement est imprégnée de l'influence des acteurs financiers. L'instauration en 1957 d'un cadre législatif souple et de premiers avantages fiscaux porte ainsi l'empreinte du Comité national pour le développement de l'épargne mobilière (CNEM, cf. *supra*). La voix du secteur des fonds d'investissement est ensuite portée par un organe spécifique : l'Association belge des fonds communs de placement. Cette association de fait parvient à peser sur plusieurs prises de décision importantes. Elle est par exemple représentée par Etienne Van Campenhout (co-fondateur de Petercam) au sein du « groupe de travail sur l'avenir de la place financière de Bruxelles » qui est mis en place en 1989 par le ministre des Finances, P. Maystadt (PSC) et qui donne lieu à l'exonération fiscale des SICAV belges (cf. *supra*)¹⁹³. En 2004, afin d'éviter une dispersion des revendications, l'Association belge des fonds communs de placement forme la Belgian Asset Managers Association (BEAMA) en fusionnant avec l'Association belge des gestionnaires de fortune et des conseillers en placement. Dans le même esprit, elle fait aujourd'hui partie de l'association européenne des fonds et des gestionnaires d'actifs (European Fund and Asset Management Association, EFAMA), ainsi que de la Fédération belge du secteur financier (Febelfin) aux côtés notamment de l'Association belge des banques (ABB).

Contrairement à d'autres organisations constitutives de Febelfin, dites patronales¹⁹⁴, la BEAMA a pour unique fonction la représentation des intérêts du secteur. Ce mandat se traduit par des actions en deux étapes. D'une part, il s'agit de définir une orientation commune qui transcende les intérêts particuliers des sociétés de gestion. D'autre part, cette orientation doit être portée afin d'être entendue par l'autorité de régulation, ainsi que par l'opinion publique. Depuis sa naissance, la BEAMA n'a pas éprouvé de difficultés majeures à surmonter la première étape. Pour cause, le secteur est surdominé par une poignée d'acteurs aux intérêts convergents : les banques. Certes, le lobbying de la BEAMA porte généralement sur des considérations avantageuses pour tous les acteurs du marché, y compris les « petits » (par

¹⁹¹ FSMA et BNB, « Report on Asset Management and Shadow Banking », *op. cit.*, 2017, p. 88.

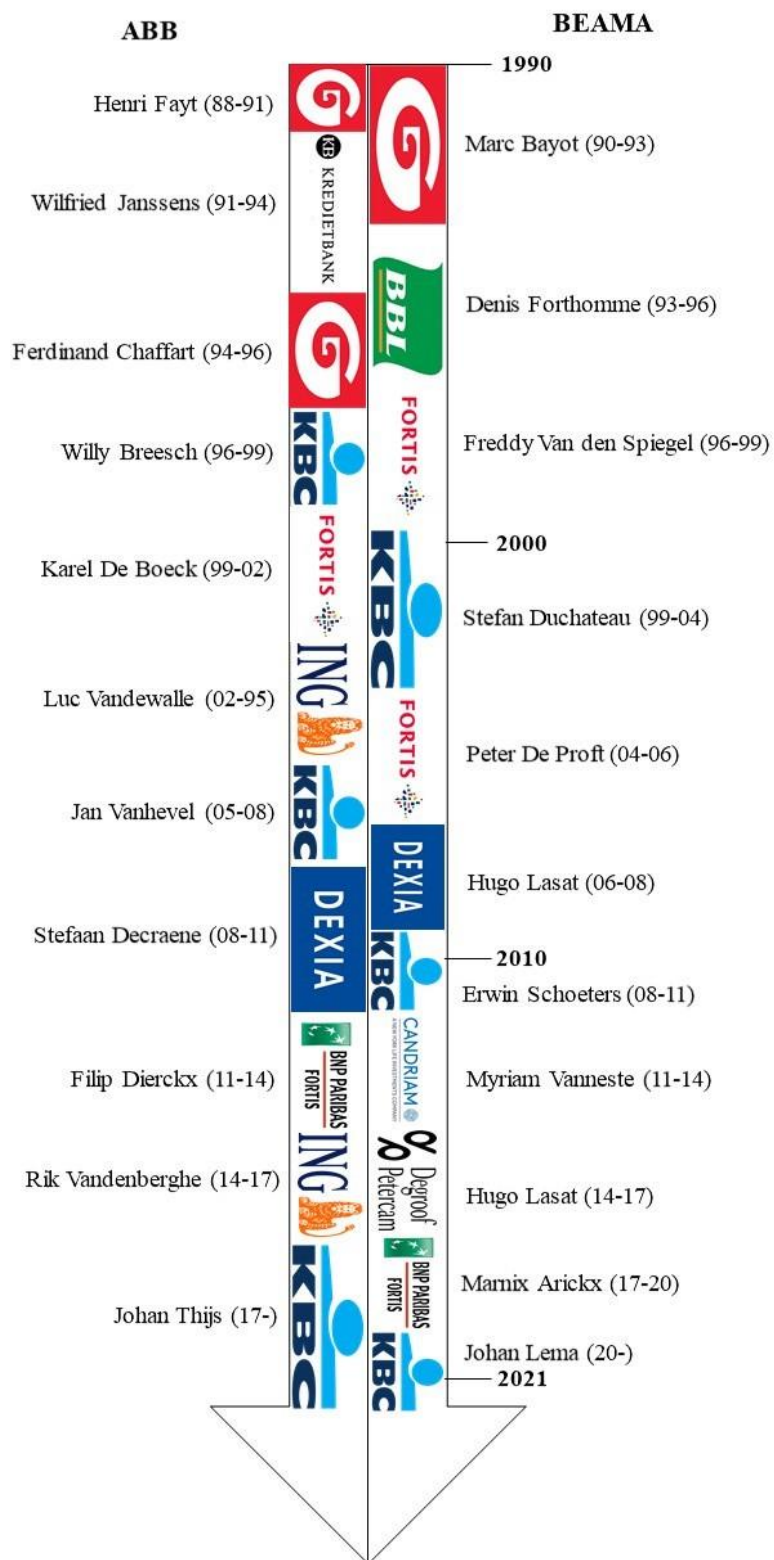
¹⁹² Pour un constat similaire dans le cas français, cf. Auvray et al. (2022).

¹⁹³ Pour une analyse de cette réforme du cadre institutionnel belge, cf. Duterme (2023a).

¹⁹⁴ Ces organisations patronales prennent notamment part aux négociations au sein des commissions paritaires. Pour un exposé détaillé de leurs fonctions, cf. Arcq & Blaise (2007).

exemple, l'enjeu de l'allègement fiscal). Il demeure qu'il ne va pas jusqu'à relayer les critiques avancées par certains acteurs marginaux quant à la concentration du marché et des coûts qui en résultent pour les clients. Cette emprise des banques n'est pas un secret : elle se manifeste déjà par la composition du conseil d'administration de la BEAMA. Il apparaît ainsi que les personnes au pouvoir sont issues des mêmes entreprises que celles à la tête de l'ABB (Arcq, 1989). L'identité des présidents des deux organisations des trente dernières années en témoigne de façon éclatante (cf. Graphique 18).

Schéma 5. Présidents de l'ABB et de la BEAMA (1990-2021)



Sources : Divers (dont plusieurs articles de *L'Écho*).

À l'exception (relative) de Candriam et de Degroof Petercam, tous les présidents de la BEAMA sont issus de groupes bancaires¹⁹⁵. Depuis 1988, le président de l'ABB est un homme flamand. Quant à la BEAMA, depuis 1996, seule une femme – qui a aussi été l'unique Wallonne – a été nommée présidente (Myriam Vanneste). Une telle continuité dans l'homogénéité facilite grandement l'élaboration d'un consensus au sein de la BEAMA. Concrètement, lorsqu'elle aspire à s'engager sur une thématique, la BEAMA – via son conseil d'administration – met sur pied un « groupe de travail » chargé d'harmoniser les différents points de vue et de rédiger un rapport. Ce dernier cristallise l'« opinion des fonds d'investissement » sur la question ; il ouvre ainsi la voie à la seconde étape de l'action de la BEAMA, qui est principalement du ressort du directeur général. Contrairement au président, qui occupe généralement un poste de manager au sein d'une banque, le directeur général est employé à temps plein par la BEAMA pour porter la voix des fonds d'investissement. Autrement dit, il est le principal lobbyiste du secteur. En juin 2021, Marc Van de Gucht a succédé à Josette Leenders, qui assumait la direction depuis 2003. M. Van de Gucht avait auparavant travaillé 24 ans à la FSMA. Il estime que cette expérience a pesé dans sa nomination et constitue un avantage dans son travail actuel¹⁹⁶. Il a probablement raison sur ce point, si l'on en juge l'ampleur du phénomène de « *revolving doors* » dans le secteur¹⁹⁷.

Comme l'illustrent certains passages du présent *Courrier hebdomadaire*, la FSMA consulte fréquemment le secteur – via la BEAMA – lors du processus d'élaboration d'un règlement, de telle sorte qu'il n'est pas toujours nécessaire de déployer un lobbyisme proactif pour peser sur la décision finale¹⁹⁸. Dans d'autres cas où l'État belge – plutôt que la FSMA – entend intervenir sans apprécier préalablement l'argumentaire de la BEAMA, le travail du directeur général est plus exigeant. Il doit faire entendre les conclusions d'un rapport que personne n'a demandé. Cette situation concerne souvent l'enjeu fiscal, si sensible pour le succès des fonds d'investissement. Ainsi, le projet de réforme fiscale annoncé par le ministre fédéral des Finances, Vincent Van Peteghem (CD&V), concernait le régime des « SICAV RDT », dont il entendait réduire le périmètre¹⁹⁹. Sur ce dossier, la BEAMA a constitué un groupe de travail, dont le rapport souligne le poids économique de ces SICAV menacées par le projet de loi (il est évalué à 8 milliards d'euros) et leur importance pour la compétitivité des fonds belges. Depuis

¹⁹⁵ Degroof Petercam ne fait plus partie des exceptions depuis son rachat en août 2023 par le groupe bancaire Crédit agricole.

¹⁹⁶ « J'ai des contacts un petit peu partout, auprès de l'autorité de contrôle. J'étais superviseur moi-même à l'époque, je l'ai fait pendant 24 ans ; maintenant, je suis de l'autre côté de la table, donc je connais quasi tout le monde auprès de l'autorité de contrôle. Donc, ça aide. Parce que je connais les gens un peu plus personnellement, leurs faiblesses, leurs points forts, etc. J'imagine que ça a dû jouer [dans ma nomination] » (extrait d'un entretien réalisé par l'auteur avec M. Van de Gucht).

¹⁹⁷ Ce phénomène désigne le recrutement d'anciens régulateurs pour représenter les intérêts de l'industrie (et *vice versa*). À l'instar de la BEAMA, la EFAMA (son équivalent au niveau européen) est ainsi composée de plusieurs anciens régulateurs, comme Federico Cupelli (ancien responsable du secteur de la gestion d'actifs à l'Autorité des marchés financiers en France) et Bernard Delbecque (conseiller du cabinet de P. Maystadt de 1992 à 1999). Pour le détail de son organigramme, cf. le site Internet www.efama.org. Dans le « sens inverse », la FSMA, tout comme l'ESMA (son équivalent au niveau européen), recrute parmi d'anciens professionnels de la finance, comme Karel De Bondt (ancien conseiller chez Degroof Petercam et actuel administrateur de la société de gestion de fortune Citadel Finance) et Vincent De Bock (ancien auditeur chez KPMG). Pour le détail de son organigramme, cf. le site Internet www.fsma.be.

¹⁹⁸ Cf. par exemple, le moratoire sur les produits dérivés particulièrement complexes (cf. *supra*).

¹⁹⁹ *L'Écho*, 7 mars 2023. Sur le régime RDT, cf. *supra*.

lors, M. Van de Gucht s'active pour diffuser cet argumentaire dans la presse²⁰⁰, mais aussi et surtout au sein du cabinet ministériel.

Les relations entre les fonds d'investissement et les autorités de régulation sont donc complexes et dynamiques : elles varient en particulier en fonction du poids des interdépendances. La dépendance essentielle des fonds à l'État est l'agrégation : elle demeure, mais est relativisée par la flexibilité territoriale offerte par les directives européennes UCITS (cf. *supra*). Comme l'illustre le projet de réforme évoqué, une autre dépendance des fonds est fiscale : en jouant sur les taux d'imposition, l'État est en mesure de réorienter les flux d'épargne, par exemple vers les produits assurantiels (branche 23). À l'inverse, la BEAMA est consciente des dépendances de l'État belge vis-à-vis de son secteur et les met en jeu à chaque négociation : source de revenus, d'emplois et de capitaux, symbole de développement économique abouti (« la place financière de Bruxelles »), voire pilier de la stabilité du système financier. Si ces interdépendances constituent ainsi les conditions de possibilité de la régulation des fonds, elles ne sont pas inébranlables et sont en particulier impactées par la régulation elle-même. L'analyse des relations entre fonds d'investissement et autorités publiques doit donc tâcher d'intégrer l'intrication de ces différents facteurs.

²⁰⁰ Repris dans *L'Écho*, 8 mars 2023.

Conclusion

Apparus en Belgique en 1947 et régulés par la législation belge dix ans plus tard, les fonds d'investissement ne connaissent le succès dans le pays qu'au début des années 1980, en grande partie grâce à des incitants fiscaux et à la réorientation des stratégies bancaires. En effet, la structure de l'industrie financière belge, concentrée autour de quelques groupes bancaires, favorise alors l'essor de cette formule de placement, massivement vendue aux particuliers afin de compenser la baisse des marges d'intermédiation par des commissions (frais d'entrée, de gestion, etc.). Depuis la crise financière déclenchée en 2007, les fonds d'investissement sont également convoités par les compagnies d'assurance, les fonds de pension et même les sociétés non financières. En 2021, ils récoltent 510 milliards d'euros d'épargne de résidents belges, soit plus de 100 % du PIB du pays. En retraçant cet essor des fonds d'investissement en Belgique, le chapitre historique de ce *Courrier hebdomadaire* a abordé plusieurs enjeux qui débordent de ce secteur, comme la concurrence fiscale entre États, le processus législatif belge ou l'eupéanisation du marché de capitaux. Les deux chapitres suivants se sont concentrés sur le marché actuel des fonds, en parcourant ses principaux acteurs et ses répercussions sur quatre enjeux sociétaux : les inégalités sociales, la transition écologique, la gouvernance d'entreprise et la régulation du secteur. Il est apparu que ce marché – où l'offre domine la demande – ne constitue pas une force de transformation de l'ordre social. Au contraire, il tend à favoriser le *statu quo*, tant sur le plan des inégalités de patrimoine que sur celui de l'orientation des entreprises financées. Pour conclure, nous proposons de dégager quelques développements potentiels des fonds d'investissement en Belgique.

L'emprise des groupes bancaires sur le marché belge a été bousculée par la crise financière de 2007. Le groupe Dexia a été contraint d'abandonner sa société de gestion, devenue Candriam, tandis qu'ING a décidé d'également se concentrer à nouveau sur son « *core business* » en abandonnant une partie de son activité de gestion de fonds. Cela étant, le reste du « top 6 » demeure. Grâce à son intégration au groupe BNP Paribas, Fortis a pu maintenir son pouvoir sur le marché belge des fonds d'investissement. De plus, le récent développement d'une société de gestion interne au groupe Belfius, tout comme la reprise en main par ING de la gestion de son fonds d'épargne-pension, laissent présager une reconcentration du secteur autour des groupes traditionnels. Cette situation n'est toutefois pas immuable. D'une part, l'importance croissante des « investisseurs institutionnels », plus mobiles et puissants que les particuliers, tend à favoriser les géants états-unis comme Vanguard, State Street et BlackRock. Cette menace peut être amplifiée par la stratégie actuelle de croissance d'autres groupes étrangers, comme Goldman Sachs, qui a acquis NN Investment Partners, et le Crédit agricole, qui a absorbé Degroof Petercam. D'autre part, la transformation du rapport à l'investissement, de plus en plus digitalisé, pourrait étendre encore le périmètre d'activités des grandes entreprises spécialisées en technologies de la communication (comme les GAFAM²⁰¹). Ces dernières ayant déjà intégré l'industrie financière en développant des moyens de paiement, certains auteurs estiment qu'elles pourraient étendre la gamme de services offerts (Auvray et al., 2022).

Du reste, même si les groupes bancaires traditionnels maintiennent leur domination sur le marché belge des fonds d'investissement, leur offre peut être modifiée en profondeur, comme

²⁰¹ L'acronyme GAFAM renvoie aux cinq plus grandes plateformes numériques : Google, Apple, Facebook, Amazon et Microsoft.

cela a été le cas à plusieurs reprises depuis 1957. Deux facteurs sont, en particulier, susceptibles d'affecter les fonds vendus par les banques en Belgique. D'une part, les fonds investissant dans des entreprises non cotées (*private equity*) ne sont plus cantonnés aux États-Unis : ils sont de plus en plus populaires en Europe et pourraient affecter le marché belge²⁰². En effet, tant au niveau national qu'europpéen, les autorités publiques entendent stimuler cette voie de financement des entreprises, notamment par des incitants fiscaux²⁰³. Dans une économie surtout peuplée de petites et moyennes entreprises non cotées, ces fonds – qui ont en outre l'habitude de s'impliquer activement dans la gouvernance des sociétés dont ils détiennent les titres – pourraient transformer le paysage belge. D'autre part, le placement dans des fonds durables va probablement être davantage encouragé, par le marketing des banques ou des incitants fiscaux. Il est à espérer que ce mouvement s'accompagne d'une clarification du périmètre des « titres verts ». À défaut, les fonds durables demeureront un effet de mode, semblable à celui des produits structurés avant la crise déclenchée en 2007, sans répercussions sur la transition écologique.

Enfin, le destin des fonds en Belgique est lié à celui des disparités sociales qui structurent la société. Nous avons soulevé dans cette étude l'impact des fonds sur les inégalités de richesses. Mais la causalité est réciproque : l'enrichissement des plus fortunés du pays profite au secteur. La constitution d'une couche sociale disposant d'une épargne abondante est une condition d'existence pour les départements de gestion de fortune des banques. Pour des raisons avant tout matérielles, mais aussi « cognitives » (accès à l'information, aux conseils spécialisés, etc.), c'est ce public privilégié qui alimente massivement les fonds d'investissement. En 2020, les 10 % au sommet de l'échelle des revenus perçoivent plus de 70 % des intérêts et dividendes²⁰⁴. En somme, le maintien d'importantes disparités sociales est vital au succès des fonds d'investissement. De ce point de vue, ce secteur ne semble pas menacé en Belgique, puisque le pays ne s'est pas engagé dans un projet radical de réduction des inégalités : chaque année depuis 2005, plus de 30 % des revenus sont perçus par 10 % des Belges²⁰⁵. Mais si un tel projet devait être mis en place, la croissance des montants placés en fonds en serait assurément atteinte. Au-delà de son impact socio-économique direct, le secteur des fonds d'investissement mérite donc également l'attention en tant que baromètre des disparités sociales du pays. Il est au cœur du capitalisme contemporain. Il en reflète les tendances et les tensions.

²⁰² Invest Europe Research, « Investing in Europe: Private Equity activity 2022 ».

²⁰³ Cf. le cas de la *pricaf* privée en Belgique (cf. *supra*, 4.1).

²⁰⁴ Statbel, Statistiques fiscales, <https://statbel.fgov.be>.

²⁰⁵ *Ibidem*.

Annexe : Note méthodologique

Cette note méthodologique précise les sources et les éventuelles hypothèses sous-jacentes à trois graphiques de l'article : les graphiques 2, 9 et 10.

Le graphique 2 représente la part du PIB investie en fonds par la Belgique entre 1947 et 2021. Pour chaque année, le montant placé par des résidents belges – ménages, sociétés financières et sociétés non financières – en fonds d'investissement (belges *et* étrangers) est divisé par le produit intérieur brut exprimé en valeur nominale (c'est-à-dire sans correction d'inflation). En ce qui concerne le numérateur, trois sources ont été mobilisées : de 1947 à 1956 (avant la législation), les chiffres sont ceux cités par Francis Requette (1968) et corroborés par Paul Smets (2012) ; de 1957 à 1997, les chiffres proviennent des rapports annuels de l'autorité de régulation, la Commission bancaire (cf. Tableau A1 pour un exemple) ; de 1998 à 2021, les chiffres sont ceux du compte financier établi par la BNB²⁰⁶. Quant au dénominateur (le PIB belge), deux sources ont été mobilisées : de 1947 à 1959, les chiffres ont été construits à partir des taux de croissance proposés par Angus Maddison (2001) et repris par le Conseil économique, social et environnemental de Wallonie (CESE Wallonie)²⁰⁷ ; pour la suite de la période (1960-2021), les données sont celles de la Banque mondiale²⁰⁸.

Tableau A1. Exemple de publication des statistiques relatives aux fonds d'investissement

NOMBRE, VALEUR D'INVENTAIRE GLOBALE ET COMPOSITION DES FONDS COMMUNS DE PLACEMENT BELGES.

	SITUATION AUX				Durée	
	31 décembre 1957		31 décembre 1958		en valeur absolue	en %
Nombre de fonds	6		7			
Valeur d'inventaire globale (en milliers de francs)	1.543.043 (1)		2.276.892 (1)		+ 733.849 (1)	+ 47,6 (1)
Répartition des actifs :	en milliers de francs	en % de l'ensemble des actifs	en milliers de francs	en % de l'ensemble des actifs		
a) liquidités	52.744	3,42	81.139	3,57	+ 28.395	+ 53,84
b) Valeurs mobilières classées selon leur nature (2)					+ 510.092	+ 52,89
— valeurs à revenu variable.	964.527	62,51	1.474.619	64,76	+ 195.362	+ 37,16
— valeurs à revenu fixe	525.772	34,07	721.134	31,67		
c) valeurs mobilières classées par nationalité (3)					+ 217.944	+ 37,60
— valeurs belges	579.562	37,56	797.506	35,02	+ 39.743	+ 39,26
— valeurs congolaises	101.219	6,56	140.962	6,19	+ 447.767	+ 55,31
— autres valeurs	809.518	52,46	1.257.285	55,22		

(1) Pour les fonds dont la valeur d'inventaire est exprimée en devises étrangères, la conversion en francs belges a été opérée sur la base des taux de change financiers desdites devises.
(2) Selon les critères adoptés par les sociétés de gestion des fonds.
(3) Selon la nationalité de la société, de l'association ou de la collectivité créatrice des titres.

Sources : Commission bancaire, Rapport annuel, 1958.

Le graphique 9 représente les fonds d'investissement en Belgique de 1947 à 2021. Les montants investis par des résidents belges en fonds belges et étrangers proviennent des mêmes sources que pour le graphique 2 (Francis Requette, Commission bancaire et BNB). À partir de 1998,

²⁰⁶ <https://stat.nbb.be>.

²⁰⁷ CESE Wallonie, « 75 ans d'histoire économique de Wallonie, 1954-2021 », mars 2021, www.wallonie.be.

²⁰⁸ <https://data.worldbank.org>.

deux autres catégories apparaissent progressivement : les montants placés par des non-résidents dans des fonds belges (zone jaune), et les montants placés par des résidents belges dans des fonds étrangers qui ne sont pas distribués en Belgique (zone grise). Pour la première catégorie, les chiffres proviennent du compte financier de la Belgique : dans l'actif du bilan du « Reste du monde », figurent les parts de fonds détenues par des non-résidents sur la Belgique (la comparaison entre cet élément de l'actif et le passif de « l'économie totale » nous informe par ailleurs des montants placés par les résidents dans des fonds belges). Quant à la seconde catégorie, ses chiffres résultent de la confrontation entre, d'une part, les montants investis par des résidents dans des fonds étrangers que l'on peut dégager du compte financier de la BNB et, d'autre part, la « valeur d'inventaire des fonds de droit étranger diffusés publiquement en Belgique » renseignée par la FSMA²⁰⁹.

Le graphique 10 représente l'allocation des fonds d'investissement belges de 1957 à 2021. Elle présente à la fois la proportion d'actions, obligations, liquidités et parts de fonds dans les portefeuilles de fonds belges, ainsi que la proportion de titres belges dans ces mêmes portefeuilles. Ces deux rubriques sont communiquées dans les rapports annuels de la Commission bancaire de 1957 à 1997 (cf. Tableau A1). Pour la période 1998-2021, la première rubrique se fonde sur les chiffres de la FSMA publiés avec les autres statistiques financières de la BNB : ceux-ci nous informent des types d'actifs financiers détenus par les fonds de droit belge *non monétaires*. Afin de ne pas négliger le poids des fonds monétaires de droit belge, leur valeur d'inventaire nette a été ajoutée à la section « Liquidités » dans le graphique 10 ; cette manœuvre n'est pleinement correcte que si ces fonds investissent la totalité de leur portefeuille en liquidités, ce qui est rarement le cas. La proportion des liquidités, telle que représentée dans le graphique 10, est donc légèrement surestimée. Enfin, en ce qui concerne la proportion de titres belges pour la période 1998-2021, elle est estimée à partir de trois sources : les statistiques publiées par l'ABOPC en annexe de la *Revue bancaire et financière* en 1997, 1998, 1999 et 2001 ; les statistiques de la BCE relatives aux actions d'entreprises domestiques détenues par des fonds d'investissement belges de 2009 à 2021, qui sont reprises et analysées dans une récente recherche de la BCE (Molestina Vivar et al., 2020) ; les statistiques de la BEAMA, publiées dans ses rapports annuels de 2014 à 2021. Bien que ces différentes sources permettent avec certitude d'établir la tendance à l'internationalisation du portefeuille d'investissement des fonds belges, les chiffres qui en ont été dégagés doivent être interprétés avec prudence, en particulier ceux qui couvrent la période 2002-2009.

²⁰⁹ <https://stat.nbb.be>.

Bibliographie

- ABRAHAM J.-P., « Innovation financière et croissance économique », *Revue d'économie financière*, volume 2, n° 2, 1987.
- ACHARYA V., SCHNABL P., « Do Global Banks Spread Global Imbalances? The Case of Asset-Backed Commercial Paper During the Financial Crisis of 2007-09 », *NBER Working Paper*, n° 16079, 2010.
- ALSTADSÆTER A., JOHANNESEN N., ZUCMAN G., « Tax Evasion and Inequality », *American Economic Review*, volume 109, n° 6, 2019, p. 2073-2103.
- ARCQ É., « L'Association belge des banques », *Courrier hebdomadaire*, CRISP, n° 1244-1245, 1989.
- ARCQ É., BLAISE P., *Les organisations syndicales et patronales*, Bruxelles, CRISP (Dossier 68), 2007.
- ARICKX M., LASAT H., LEENDERS J., « De Belgische fondsenmarkt. Trends in Asset Management », *Revue bancaire et financière*, volume 82, n° 1, 2018.
- Association belge des banques (ABB), « Importance croissante des OPC : la désintermédiation se poursuit », *Revue bancaire et financière*, volume 65, n° 1, 2001.
- ABB, « Instruments de placement », *Aspects et documents*, n° 215, 2002.
- AUVRAY T., BEDU N., GRANIER C., RIGO S., *L'industrie de la finance*, Paris, La Découverte, 2022.
- AUVRAY T., DALLERY T., RIGOT S., *L'entreprise liquidée. La finance contre l'investissement*, Paris, Michalon, 2016.
- BAINES J., HAGER S. B., « From Passive Owners to Planet Savers? Asset Managers, Carbon Majors and the Limits of Sustainable Finance », *CITYPERC Working Paper*, n° 4, 2022, p. 1-32.
- BENQUET M., BOURGERON T., « Accumuler le capital. Socio-histoire du capital-investissement en France, 1982-2017 », *Actes de la recherche en sciences sociales*, volume 229, n° 4, 2019, p. 46-71.
- BOONE A. L., WHITE J. T., « The Effect of Institutional Ownership on Firm Transparency and Information Production », *Journal of Financial Economics*, volume 117, n° 3, 2015, p. 508-533.
- BNB, « Évolution du marché hypothécaire au cours des dix dernières années », *Bulletin d'information et de documentation*, volume 2, n° 4, 1960, p. 229-242.
- BRAUN B., « Exit, Control, and Politics: Structural Power and Corporate Governance under Asset Manager Capitalism », *Politics & Society*, volume 50, n° 4, 2022, p. 630-654.
- BRICE J., CUSWORTH G., LORIMER J., GARNETT T., « Immaterial Animals and Financialized Forests: Asset Manager Capitalism, ESG Integration and the Politics of Livestock », *Environment and Planning A: Economy and Space*, volume 54, n° 8, 2022, p. 1551-1568.
- CARDON DE LICHTBUER B., NOËL H., DECLEVE X., « L'arrêté royal n° 15 : fondements, bilan et perspectives », *Revue de la banque*, volume 49, n° 1, 1985.

- CASSIERS I., DE BRIEY V., DEGAVRE F., PROVOST A.-C., « Les banques belges face à l'État : une rétrospective (1935-1993) », *Revue d'économie financière*, volume 48, n° 4, 1998, p. 125-155.
- CÉLÉRIER C., VALLÉE B., « What Drives Financial Complexity? A Look into the Retail Market for Structured Products », *HEC Paris Research Papers Series*, n° 1013, 2013.
- ÇELIK S., ISAKSSON M., « Institutional Investors and Ownership Engagement », *OECD Journal: Financial Market Trends*, n° 2, 2014, p. 93-114
- Conseil supérieur des finances (CSF), « Rapport sur certains aspects belges et européens de la fiscalité de l'épargne », 1993.
- CSF, « Comité d'étude sur le vieillissement », *Rapport annuel*, 2002.
- Cour des comptes, « Pensions complémentaires. Efficience de la politique publique d'incitants sociaux et fiscaux », Rapport transmis à la Chambre des représentants, novembre 2020.
- CRAPS J., « Quelques points de comparaison du statut juridique des fonds communs de placement mobiliers », *Revue de la banque*, volume 31, n° 8, 1967, p. 712-720.
- CRAVATTE J., « Pensions et dette publique en Belgique », Comité pour l'abolition des dettes illégitimes, 23 octobre 2013.
- CRISP, « L'internationalisation du système bancaire belge », *Courrier hebdomadaire*, CRISP, n° 551, 1972.
- DE BAENST E., « Les organismes de placement collectif. Le cadre fiscal », *Revue de la banque*, volume 56, n° 6, 1990.
- DE CLERCQ G., VAN HULLE C., « Le combat avec le ver de l'argent. Inflation, crise pétrolière et Bourse, 1970-1981 », in G. DE CLERCQ (dir.), *À la bourse : histoire du marché des valeurs en Belgique de 1300 à 1990*, Louvain-la-Neuve, Duculot, 1992, p. 335-368.
- DE CLERCQ G., VANDERLINDEN M., « Dow Jones 3000. La hausse des années quatre-vingt, 1982-1990 », in G. DE CLERCQ (dir.), *À la bourse : histoire du marché des valeurs en Belgique de 1300 à 1990*, Louvain-la-Neuve, Duculot, 1992, p. 369-425.
- DE DEKEN J., « Towards a Comprehensive Explanation of the Development of Occupational Pension. The Interplay between Welfare State Legacies, Industrial Relations, and Housing Regimes in Belgium and the Netherlands », *Social Policy & Administration*, volume 52, n° 2, 2018, p. 519-533.
- DE DEKEN J., « Belgium: The Paradox of Persisting Voluntarism in a Corporatist Welfare State », in B. EBBINGHAUS (dir.), *The Varieties of Pension Governance: Pension Privatization in Europe*, Oxford, Oxford University Press, 2011.
- DE GRAUWE P., « Bureaukratische controles en het economisch system », *Leuvense Economische Standpunten*, n° 8, 1978, p. 1-13.
- DE LA ROCHEFORDIERE C., « Quel avenir pour la place financière de Luxembourg ? », *Revue d'économie financière*, n° 10, 1989, p. 164.
- DE SOLA PEREA M., « First Results of the Third Wave of Belgium's Household Finance and Consumption Survey », *Revue économique*, juin 2020, p. 1-25.
- DE SOLA PEREA M., VAN BELLE L., « Early Results of the Fourth Wave of the Belgian Household Finance and Consumption Survey », *Revue économique*, n° 9, 2022, p. 1-22.

- DELATTRE E., CHARPENTIER C., « Structuring French Investment in Foreign Real Estate », *International Tax Review*, volume 2, n° 1, 1990.
- DEMOUSTIEZ A., BAYOT B., « L'investissement socialement responsable. I. Le contexte législatif et politique », *Courrier hebdomadaire*, CRISP, n° 1866, 2005.
- DEMOUSTIEZ A., BAYOT B., « L'investissement socialement responsable. II. Le marché », *Courrier hebdomadaire*, CRISP, n° 1869-1870, 2005.
- DÖRRY S., « Strategic Nodes in Investment Fund Global Production Networks: The Example of the Financial Centre Luxembourg », *Journal of Economic Geography*, volume 15, n° 4, 2015, p. 797-814.
- DOWNES J., GOODMAN J. E., *Dictionary of finance and investment terms*, New York, Simon & Schuster, 2014.
- DU CAJU P., « Structure and Distribution of Household Wealth: An Analysis based on the HFCS », *Revue économique*, septembre 2013, p. 41-62.
- DU CAJU P., « The Distribution of Household Wealth in Belgium: Initial Findings of the Second Wave of the Household Finance and Consumption Survey (HFCS) », *Revue économique*, septembre 2016, p. 27-43.
- DUVAL J., « The Closed-End Fund Market, 2021 », *ICI Research Perspective*, volume 28, n° 5, 2022.
- DUTERME T., « Comment émerge un indice boursier ? Histoire du BEL 20 », *Revue française de socio-économie*, volume 27, n° 2, 2021, p. 157-174.
- DUTERME T., « Do Modern Stock Exchanges Emerge from Competition? Evidence from the “Belgian Big Bang” », *Review of Evolutionary Political Economy*, volume 3, n° 2, 2022, p. 351-371.
- DUTERME T., « “Il faut sauver la Bourse belge !” : le cabinet Maystadt à la barre de la libéralisation financière (1988-1991) », in D. PIRON, Z. EVRARD (dir.), *Le(s) néolibéralisme(s) en Belgique*, Louvain-la-Neuve, Academia, 2023a, p. 40-53.
- DUTERME T., « The Engineering of Stock Market Indices: Winners and Losers », *Journal of Cultural Economy*, volume 16, n° 1, 2023b, p. 17-31.
- DUTERME T., « Convaincre le marché. Les banquiers centraux belges à l'épreuve de la globalisation », *Revue française de socio-économie*, à paraître.
- DUVIVIER P., « La répartition de la fortune mobilière en Belgique », *Courrier hebdomadaire*, CRISP, n° 561, 1972.
- ENGELS Q., *Analyse du système belge de taxation des fonds d'investissement à la lumière des libertés de circulation européennes*, mémoire, UCLouvain, 2013.
- EUROPEAN ECONOMIC COMMUNITY COMMISSION, « The Development of a European Capital Market. Report of a Group of experts appointed by the EEC Commission », 1966.
- ESMA, « Performance and Costs of EU Retail Investment Products ». *ESMA Annual Statistical Report*, 2022
- EVARD Z., « La “crise” du “modèle belge” (1979-1981) : révolution silencieuse au pays du syndicaliste, du capitaliste et du banquier », in D. PIRON, Z. EVRARD (dir.), *Le(s) néolibéralisme(s) en Belgique. Cadre macroéconomique, applications sectorielles et formes de résistance*, Louvain-la-Neuve, Academia, 2023, p. 29-39.

FARBER A., « Avantages fiscaux et relance : tentative de bilan », *Brussels Economic Review*, n° 103, 1984, p. 370-393.

FASSONE M., « 1988 : la transposition de la directive UCITS », *Paperjam*, 31 août 2022.

FICHTNER J., HEEMSKERK E. M., GARCIA-BERNARDO J., « Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Re-concentration of Corporate Ownership, and New Financial Risk », *Business and Politics*, volume 19, n° 2, 2017, p. 298-326.

FICHTNER J., JASPERT R., PETRY J., « Mind the ESG Gaps: Transmission Mechanisms and the Governance of and by Sustainable Finance », *DIIS Working Paper*, n° 4, 2023, p. 1-36.

FINANCITÉ, « Rapport sur la qualité du marché de l'investissement socialement responsable en Belgique 2021 », 2021.

FINANCITÉ, « Rapport sur la qualité du marché de l'investissement socialement responsable en Belgique 2021 », 2022.

FINK M., *The Rise of Mutual Funds: An Insider's View*, New York, Oxford University Press, 2011.

FORTHOMME D., « Le marché belge des organismes de placement collectif. Aperçu et perspectives européennes », *Revue de la banque*, volume 59, n° 3, 1995, p. 132.

FORUM ETHIBEL, « L'épargne et l'investissement durable en Belgique. Regard sur 2021, nouvelles tendances et pistes de réflexion », 2021.

Forum Ethibel, « L'épargne et l'investissement durable en Belgique », 2022.

FOX M., NGUYEN A., DUMAS C., « Not-for-profit Labels and Commercial Ratings Guiding Fund Flows to Sustainable Investment », *Management & Prospective*, n° 41, 2023, à paraître.

GADREY J., *Socio-économie des services*, Paris, La Découverte, 2003.

GELIN R., « Qui sont les actionnaires du BEL-20 ? », *GRESEA Échos*, Groupe de recherche pour une stratégie économique alternative, n° 90, 2017.

GHAILANI D., PEÑA-CASAS R., « Occupational Welfare in Belgium: Wide Coverage, Low Benefits », in D. NATALI, E. PAVOLINI, B. VANHERCKE (dir.), *Occupational Welfare in Europe: Risks, Opportunities and Social Partner Involvement*, Bruxelles, European Trade Union Institute / European Social Observatory, 2018, p. 125-146.

GIDDEY T., « Formation et spécificités historiques de la Commission bancaire (1935-1975) », *Courrier hebdomadaire*, CRISP, n° 2357-2358, 2017.

GIDDEY T., « Évolution de la pratique de la Commission bancaire (1935-1975) », *Courrier hebdomadaire*, CRISP, n° 2359-2560, 2017.

GODECHOT O., « Financialization Is Marketization! A Study of the Respective Impacts of Various Dimensions of Financialization on the Increase in Global Inequality », *Sociological Science*, n° 3, 2016.

GOUDEN M., DE THYSEBAERT Q., « La limitation des actifs éligibles en branche 23. Article 20 de la loi du 4 avril 2014 », Intervention lors du « Congrès Assurance vie », Bruxelles, 22 septembre 2014.

HULPIAU S., LIERMAN F., VERMAUT J., « Solvabiliteit en rendabiliteit van het Belgisch financiewezen 1970-2010 », *Revue bancaire et financière*, volume 75, n° 7-8, 2011.

HUTSON E., « The Early Managed Fund Industry: Investment Trusts in 19th Century Britain », *International Review of Financial Analysis*, volume 14, n° 4, 2005, p. 439-454.

International Investment Funds Association (IIFA), « Worldwide Regulated Open-end Fund Assets and Flows. First Quarter 2022 », 2022.

Investment Company Institute (ICI), « 2022 Investment Company Factbook », 2022.

KURGAN-VAN HENTENRYK G., *Max-Léo Gérard, un ingénieur dans la cité (1879-1955)*, Bruxelles, Éditions de l'Université de Bruxelles, 2010.

LANDUYT S., « Toepassingsgebied van het wetgevend kader voor de fondsensector in België na de AIFMD », *Financial Law Institute Working Paper*, n° 1, 2016

LARCIER R., *Introduction aux fonds de placement (« investment trusts »)*, Bruxelles, Éditions de la librairie encyclopédique, 1953.

LEFEBVRE O., « Les lignes de force des réformes financières en Belgique », *Reflets, perspectives de la vie économique*, n° 32, 1993, p. 131-142.

LEMOINE B., PIRON D., « Le souverain et le jeu du code financier : l'affaire "Royaume de Belgique vs Merrill Lynch" », *Politique européenne*, volume 79, n° 1, 2023, p. 96-130.

LEWALLE H., « Les pensions légales et complémentaires », *Courrier hebdomadaire, CRISP*, n° 1131-1132, 1986.

LION R., « Belgian Hedge Funds: Myth or Reality? », *Revue bancaire et financière*, volume 68, n° 7, 2004, p. 402-406.

LOUCHE C., VAN LIEDEKERKE L., PEETERS H., « Responsible Investment in Belgium », in T. HEBB, J. HAWLEY, A. HOEPNER, A. NEHER, D. WOOD (dir.), *The Routledge Handbook of Responsible Investment*, Londres, Routledge, 2015.

MADDISON A., *The World Economy: A millennial Perspective*, Paris, OCDE, 2001.

MAISSIN G., « La Belgique sur le sentier du néolibéralisme (1977-1994). Profil d'une politique économique », *Cahiers marxistes*, n° 205, 1997, p. 11-36.

MAJERUS B., ZENNER B., « Too Small to Be of Interest, too Large to Grasp? Histories of the Luxembourg Financial Centre », *European Review of History*, volume 27, n° 4, 2020, p. 548-562.

MARTIN G., « Désintermédiation et financement des pensions : quelques réflexions du secteur bancaire », *Revue de la banque*, volume 63, n° 9, 1999.

MOHR M., « Fiscale aspecten van Instellingen voor Collectieve Beleggingen en levensverzekeringen Tak 23: een vergelijking », *Revue bancaire et financière*, volume 65, n° 6, 2001, p. 351-360.

MOLESTINA VIVAR L., LAMBERT C., WEDOW M., GIUZIO M., « Is the Home Bias Biased? New Evidence from the Investment Fund Sector », *Financial Integration and Structure in the Euro Area*, mars 2020.

MOLONEY N., *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, Oxford University Press, 2014.

MORVAN J., *Marchés et instruments financiers. Définitions. Exemples concrets de calculs. Stratégies d'investissement*, Paris, Dunod, 2017.

MUHLEN E., « Les fonds de placement dans la perspective luxembourgeoise », *Revue de la banque*, volume 28, n° 1, 1964, p. 27-42.

NACZYK M., « Agents of Privatization? Business Groups and the Rise of Pension Funds in Continental Europe », *Socio-Economic Review*, volume 11, n° 3, 2013, p. 441-469.

NOTHOMB P., « Les OPC et le “corporate governance” », *Revue de la banque*, volume 62, n° 4, 1998.

PACOLET J., GEEROMS H., « Het KB 15 Cooreman-De Clercq: een evaluatie », *Revue de la banque*, volume 49, n° 1, 1985, p. 9-24.

PARMENTIER B., *Les fonds communs de placement accessibles aux épargnants en Belgique*, mémoire, UCLouvain, 1975, p. 141.

PEETERS H., DE TAVERNIER W., « Lifecourses, Pensions and Poverty among Elderly Women in Belgium: Interactions between Family History, Work History and Pension Regulations », *Ageing & Society*, volume 35, n° 6, 2014, p. 1171-1199.

PETRY J., FICHTNER J., HEEMSKERK E., « Steering Capital: The Growing Private Authority of Index Providers in the Age of Passive Asset Management », *Review of International Political Economy*, volume 28, n° 1, 2021, p. 152-176.

POOS J., « La place financière du Luxembourg à la lumière des développements récents sur le marché international », *Studia Diplomatica*, volume 38, n° 1, 1985.

PROVOST C., « Le système des pensions par pilier ou la sécurité sociale à l'épreuve du capitalisme », *Analyse*, Financité, 5 décembre 2017.

SALIËN V., *L'épargne-pension*, Bruxelles, Samsom, 1987.

SCHOCKERT A., « Épargne-pension et capital à risque », *Revue générale de fiscalité*, volume 19, n° 4, 1988.

SCHOETERS E., « Fondsen met kapitaalbescherming in België: nieuwste ontwikkelingen », *Revue bancaire et financière*, volume 67, n° 3, 2003.

SERVAIS J.-P., « La Belgique est bien placée pour jouer un rôle important dans le contrôle du secteur financier européen », *Revue bancaire et financière*, volume 71, n° 7, 2007, p. 388.

SIMONS E., VAN TONGELEN W., « Report from Belgium. Private Equity Funds and Hedge Funds as Shareholders of Belgian Companies », *European Company Law*, volume 4, n° 2, 2007, p. 79-82.

SMETS F.-A., *Une méthode moderne de placement : le « fixed-trust » ou « unit trust »*, Etterbeek, Jacob, 1936.

SMETS P.-F., *Lambert : une aventure bancaire et financière*, Bruxelles, Racine, 2012.

SOKOŁOWSKA E., *The Principles of Alternative Investments Management: A Study of the Global Market*, New York, Springer International Publishing, 2016.

STAFFORD D., « Marketing Strategies of Open-end Investment Funds in the EEC », *European Journal of Marketing*, volume 11, n° 6, 1977, p. 406-417.

REQUETTE F., *Les fonds communs de placement en Belgique*, Bruxelles, Bruylant, 1968.

ROSATI N., BOMPREZZI P., FERRARESI M., FRIGO A., NARDO M., *Common Shareholding in Europe*, Office de publications de l'Union européenne, 2020.

TADJEDDINE Y., COTTA J.-C., « La gestion collective en France : l'utopie d'une finance pour tous », *Revue d'économie industrielle*, volume 134, n° 2, 2011, p. 159-176.

THAUVRON A. (dir.), *Gestion de patrimoine. Stratégies juridiques, fiscales et sociales*, Paris, Dunod, 2020.

THIERRY J., « La place des fonds de placement dans la structure financière », *Revue de la banque*, volume 31, n° 8, 1967.

- VALENDUC C., « Distribution et redistribution des revenus dans les années 80 », *Courrier hebdomadaire*, CRISP, n° 1320, 1991, p. 4.
- VAN CAUBERGH P.-O., *La fiscalité des fonds d'investissement en Belgique*, Bruxelles, Anthemis, 2019.
- VAN GERVEN W., « La forme juridique d'un "investment trust" en Belgique, en France et aux Pays-Bas », *Revue internationale de droit comparé*, volume 12, n° 3, 1960, p. 527-558.
- VERTENEUIL J.-H., « Le statut légal et réglementaire des fonds communs de placement en Belgique », *Revue de la banque*, volume 22, n° 5-11, 1958.
- VINCENT A., « La recomposition du paysage bancaire belge depuis 2008 », *Courrier hebdomadaire*, CRISP, n° 2158-2159, 2012.
- VINCENT A., « Le secteur des assurances », *Courrier hebdomadaire*, CRISP, n° 2182, 2013.
- WÓJCIK D., URBAN M., DÖRRY S., « Luxembourg and Ireland in Global Financial Networks: Analysing the Changing Structure of European Investment Funds », *Transactions of the Institute of British Geographers*, volume 47, n° 2, 2022.
- YERNAULT D., « Constitution, privatisations et pouvoirs spéciaux : un débat oublié », *Courrier hebdomadaire*, CRISP, n° 1729-1730, 2001.
- YUAN R., XIAO J. Z., ZOU H., « Mutual Funds' Ownership and Firm Performance: Evidence from China », *Journal of Banking & Finance*, volume 32, n° 8, 2008, p. 1552-1565.