



RECHERCHE **novethic**

# Exclusions normatives

**Investisseurs  
responsables**  
face aux **entreprises  
controversées**

Janvier 2012

# Sommaire

Introduction .....	3
Cadrage .....	4
Qu'entend-on par « exclusion normative » ? .....	4
De l'engagement à l'exclusion normative .....	5
Principales normes de référence .....	6
Les Conventions de l'OIT .....	6
Les Principes directeurs de l'OCDE .....	6
Les conventions contre la corruption .....	7
La Déclaration Universelle des Droits de l'Homme .....	7
La Déclaration de Rio .....	8
Le Global Compact : un cadre qui tend à faire consensus .....	8
Les armes controversées : un cas exemplaire .....	9
La Convention d'Ottawa et le Traité d'Oslo .....	9
Le financement des armes controversées .....	10
Des démarches conçues pour préserver la réputation des investisseurs .....	12
Une demande des investisseurs institutionnels .....	12
Le fonds souverain norvégien .....	13
Les fonds de pension néerlandais .....	14
Les institutionnels français .....	14
Les démarches mises en œuvre par les sociétés de gestion .....	16
Répondre à la demande institutionnelle .....	16
Des exclusions normatives pratiquées au cas par cas .....	19
La question de la conformité réglementaire .....	19
Impacts des exclusions normatives .....	22
Étude statistique sur les entreprises exclues par 32 investisseurs .....	22
Les listes d'exclusions (hors MAP et BASM) .....	22
Les listes d'exclusion concernant les MAP et BASM .....	24
Un effet limité sur les portefeuilles .....	25
Une convergence limitée entre les listes d'exclusion .....	26
Les industries extractives, premier secteur exclu .....	26
Quel levier sur les entreprises ? .....	27
Les producteurs de MAP et BASM .....	28
Une réponse des investisseurs cohérente avec les attentes de la société civile .....	28
Les limites de l'exercice .....	30
Un périmètre restreint .....	30
Des besoins de recherche importants .....	31
Un manque de communication publique .....	32
Conclusion .....	33

---

© Novethic 2012

Toute reproduction intégrale ou partielle doit faire l'objet d'une autorisation de Novethic. Toute citation ou utilisation de données doit s'effectuer avec l'indication de la source.

---

# Introduction

Aux origines de l'ISR, la pratique d'exclusions fondées sur des valeurs morales consistait à écarter des secteurs d'activités considérés comme répréhensibles (tabac, alcool, armement). En Europe du Nord, où cette pratique est toujours très présente, d'autres types d'exclusions se sont développés dans le but de préserver la réputation des grands investisseurs institutionnels et leur éviter d'être liés à des controverses affectant les entreprises dans lesquelles ils investissent. Ces exclusions correspondent généralement à des violations des principales normes internationales en matière de droits de l'Homme ou de protection de l'environnement. Elles sont souvent qualifiées d'exclusions normatives.

En France, dans les fonds ISR, les approches de sélection *best-in-class* sont préférées aux exclusions qualifiées d'éthiques. Pourtant, l'idée de pratiquer des exclusions permettant d'écarter les moutons noirs fait progressivement son chemin parmi les promoteurs de l'ISR. Et au-delà du cadre de l'ISR, un nombre croissant d'investisseurs voient dans ces exclusions normatives un outil déclinable à la totalité de leurs actifs, leur permettant de se préserver des critiques sur leur légitimité et leur utilité sociale qui n'ont cessé de croître depuis le début de la crise financière. Alors que jusqu'ici les investisseurs n'avançaient que sur la voie d'un développement durable aux multiples dimensions, ils semblent de plus en plus enclins, pour préserver leur réputation, à assumer des postures fortes et parfois politiques en mettant en œuvre des exclusions normatives sur des enjeux précis comme le respect des droits de l'Homme. C'est en particulier le cas de l'exclusion des armes dites controversées, aujourd'hui bannies par des conventions internationales.

Ainsi, l'enquête de Novethic réalisée en 2011 auprès de 250 investisseurs institutionnels européens montre que parmi ceux qui déclarent intégrer les enjeux ESG pour l'ensemble de leurs actifs investis en actions, 62% mettent en œuvre des exclusions normatives alors qu'ils ne sont que 36% à avoir déployé des approches de sélection *best-in-class*.

Par nature, la demande des épargnants particuliers est plus diffuse et indirecte mais la mise en place d'exclusions normatives pourrait leur permettre d'adhérer plus facilement à l'ISR. En effet, elles permettent d'obtenir un ISR plus crédible parce que davantage exempt d'entreprises faisant l'objet de controverses médiatisées alors que leurs démarches de RSE globales peuvent leur permettre d'être sélectionnées dans nombre de fonds ISR.

À ce stade, les pratiques d'exclusions normatives ne sont pas toujours homogènes d'un acteur à l'autre. Même les dénominations ne font pas consensus : si le terme d'exclusion normative n'est pas rare, certains lui préfèrent le terme d'exclusion des pires pratiques ou le mentionnent plus largement comme partie intégrante de leur politique d'exclusion éthique. Cette étude a donc pour objet de définir ce concept, de préciser les normes considérées, les pratiques qui en découlent, ainsi que les objectifs associés par les différents acteurs à ces exclusions normatives. Il existe encore très peu de travaux sur ce phénomène émergent. Il était donc intéressant de dresser une analyse comparative des principales pratiques européennes.

# I.

## Cadrage

### Qu'entend-on par « exclusion normative » ?

Les exclusions normatives se sont développées avec l'idée que même si les entreprises ne sont pas confrontées aux mêmes exigences légales en matière environnementale, sociale ou de gouvernance d'un pays à l'autre, elles doivent, pour satisfaire aux demandes des investisseurs responsables, être en mesure de respecter un certain nombre de normes internationales fondamentales, quels que soient l'activité concernée et le pays où elles opèrent. Contrairement aux approches de sélection ESG qui s'appuient généralement sur des comparatifs entre entreprises d'un même secteur (*best-in-class*), l'exclusion normative se veut ainsi plus « universelle » en établissant des standards ESG minimaux.

Pourtant, la référence aux « normes » n'est pas l'apanage des approches d'exclusion normative puisque les grilles d'évaluation ESG des entreprises ont historiquement été élaborées, notamment par les agences de notation extra-financière, en s'appuyant sur un cadre normatif afin d'en assurer la robustesse et l'opposabilité. Il existe cependant deux différences fondamentales entre l'approche de sélection ESG et l'exclusion normative :

- Si l'analyse extra-financière réalisée dans le cadre d'une approche normative s'intéresse, comme pour l'approche *best-in-class*, à différents enjeux ESG (droits de l'Homme, corruption, etc.), celle-ci ne s'attarde en revanche que sur un nombre restreint de critères pris en compte individuellement. Autrement dit, la violation avérée d'une norme peut conduire à placer une entreprise sur une liste d'exclusion quelle que soit la qualité de sa politique RSE globale. À l'inverse, dans le cadre d'une approche de type *best-in-class*, la notation ESG d'une entreprise résulte d'une moyenne pondérée de notations sur de multiples critères (parfois une centaine), permettant à une entreprise d'obtenir une bonne note extra-financière malgré une controverse spécifique et limitée en terme de périmètre.
- L'évaluation ESG traditionnelle s'appuie principalement sur les données publiques diffusées par les émetteurs, bien qu'en général elle prenne aussi en compte ses parties prenantes (ONG, syndicats, etc.). Or ces dernières constituent la principale source d'information dans le cadre d'une analyse normative. Leurs critiques, relayées par les médias, permettent d'identifier des comportements pouvant refléter autant de violations de conventions internationales. Après avoir vérifié la fiabilité de la source d'information et évalué la gravité des faits, les allégations sont transmises aux entreprises. Elles ont ainsi un droit de réponse qui permettra d'évaluer leur réactivité et leur capacité à présenter des actions correctives.

Cette distinction faite, l'exclusion normative ne se résume pas à l'exclusion de toutes les entreprises faisant l'objet d'allégations de violations de normes internationales par leurs parties prenantes. Vérifier la fiabilité des sources d'information, qualifier la violation en fonction de sa gravité, son caractère systématique et sa fréquence, évaluer les mesures mises en place par l'entreprise pour y remédier sont des étapes nécessaires pour identifier les violations avérées, graves, répétées et sans réponse satisfaisante de la part de

l'entreprise. C'est d'ailleurs pour cela qu'un nombre croissant d'agences de notation extra-financière proposent un service dédié qui facilite la tâche d'identification des potentielles exclusions pour les investisseurs. Si les services d'EIRIS (Convention Watch) et d'Ethix (Norm-Based Screening) sont les plus connus, GES Investment Services (GES Global Ethical Standard), Inrate (Screening), MSCI (MSCI ESG Impact Monitor) et Vigeo (Analyse de conformité éthique) en proposent également<sup>1</sup>.

### De l'engagement à l'exclusion normative

Si les termes « *exclusion* » et « *negative screening* » sont généralement utilisés par les investisseurs étrangers pour qualifier l'approche d'exclusion normative, la question de l'exclusion d'un titre pour violation de norme n'est pas systématique. D'autres démarches (engagement, mise sous surveillance, gel des investissements) peuvent être associées à l'analyse du respect des normes par une entreprise.

Les étapes d'analyse décrites précédemment, visant à s'assurer qu'une violation est suffisamment grave pour conduire à l'exclusion d'un titre, aboutissent fréquemment à une démarche de dialogue avec l'entreprise, ne serait-ce que pour lui accorder un droit de réponse sur les faits qui lui sont reprochés. Les investisseurs peuvent également initier une démarche d'engagement afin d'inciter celle-ci à prendre les mesures appropriées pour mettre fin à ladite violation et s'assurer qu'elle ne se reproduira pas. L'exclusion ne constitue alors que l'étape ultime du processus d'analyse de controverses, lorsque l'entreprise incriminée s'avère incapable de mettre un terme aux violations dont elle est coupable.

Pendant le temps nécessaire à la démarche d'engagement auprès d'une entreprise, de nombreux investisseurs décident de placer celle-ci « sous surveillance », lui signifiant qu'ils attendent des améliorations faute de quoi ils désinvestiront. Pour certains d'entre eux, cette période s'accompagne également d'un gel des investissements sur les titres concernés.

### « Dialogue, observation et exclusion » : la démarche de l'assureur norvégien KLP



(Source : SRI Report, KLP, décembre 2011)

<sup>1</sup> Pour plus de détails sur les fournisseurs d'information extra-financière utilisés dans le cadre des exclusions normatives, consultez le « [Panorama des agences de notation extra-financières](#) », Novethic, septembre 2011.

## Principales normes de référence

Parmi les normes internationales les plus utilisées par les investisseurs, les conventions de l'Organisation Internationale du Travail sont sans doute les plus précises, tandis que les principes du Global Compact constituent un cadre servant davantage de grille de lecture associée à des normes sous-jacentes.

### Les Conventions de l'OIT

Il existe à ce jour 189 conventions de l'Organisation Internationale du Travail qui couvrent un large spectre et dont 159 sont toujours en vigueur. Parmi les plus transversales, on retient en particulier les huit conventions fondamentales de l'OIT qui traitent de quatre grands enjeux : la liberté d'association, la non-discrimination, l'interdiction du travail des enfants et du travail forcé.

- La convention sur la liberté syndicale et la protection du droit syndical, 1948 (n° 87) ;
- La convention sur le droit d'organisation et de négociation collective, 1949 (n° 98) ;
- La convention sur le travail forcé, 1930 (n° 29) ;
- La convention sur l'abolition du travail forcé, 1957 (n° 105) ;
- La convention sur l'âge minimum, 1973 (n° 138) ;
- La convention sur les pires formes de travail des enfants, 1999 (n° 182) ;
- La convention sur l'égalité de rémunération, 1951 (n° 100) ;
- La convention concernant la discrimination (emploi et profession), 1958 (n° 111).

Dans le cadre de l'analyse normative pratiquée par la plupart des acteurs financiers, l'articulation entre les conventions fondamentales et les autres pose question dans la mesure où, dans les politiques d'exclusion, ce sont généralement les conventions fondamentales qui sont formellement stipulées. Or, en pratique, la plupart des fonds semblent élargir à l'ensemble des conventions de l'OIT les enjeux qu'ils suivent, notamment concernant les conventions portant sur la sécurité au travail (conventions n°155 et 187).

Quoi qu'il en soit, ce corpus de conventions présente l'avantage de couvrir les grands enjeux sociaux associés au droit du travail et d'être largement reconnu à l'échelle internationale, même si l'ensemble des 183 États membres de l'OIT n'ont pas ratifié toutes les conventions, loin de là (les États-Unis, par exemple, n'en ont ratifié que 14).

### Les Principes directeurs de l'OCDE

Les Principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales constituent un code de conduite détaillé reprenant l'ensemble des grands enjeux de responsabilité sociale des entreprises. Ceux-ci abordent ainsi les enjeux suivants : droits de l'Homme ; emploi et relations professionnelles ; environnement ; lutte contre la corruption ; la sollicitation de pots-de-vin et d'autres formes d'extorsion ; intérêts des consommateurs ; science et technologie ; concurrence et enfin fiscalité. Établis en 1976, les Principes directeurs de l'OCDE ont connu leur dernière actualisation en 2011. La dernière version comporte de nouvelles normes, plus strictes, notamment en matière de droits de l'Homme. Les Principes directeurs sont non contraignants mais sont assortis d'un processus de traitement des plaintes et de médiation assuré par les Points de Contact Nationaux (PCN). Selon l'OCDE, ces « PCN aident les entreprises et leurs actionnaires à prendre des mesures appropriées afin de promouvoir les objectifs des Principes directeurs ». Ils fournissent une plateforme de médiation et de conciliation entre les entreprises et leurs

parties prenantes (syndicats, ONG...) pour résoudre les questions pratiques qui peuvent se présenter avec la mise en œuvre des Principes directeurs.

Ainsi, les Principes directeurs de l'OCDE constituent à la fois un cadre complet de recommandations pour les entreprises en termes d'enjeux ESG, mais ils sont également associés à un dispositif de médiation sur leur mise en application, ce qui fait d'eux un outil exploitable et d'ailleurs régulièrement utilisé par les investisseurs cherchant à déployer une démarche d'exclusion normative.

### Les conventions contre la corruption

En ce qui concerne les pratiques de corruption, il existe deux instruments normatifs ayant une portée internationale qui permettent aux investisseurs d'appuyer leur démarche sur des textes précis :

- La Convention de l'OCDE sur la lutte contre la corruption (1999) établit des normes juridiquement contraignantes ayant pour objectif de « faire de la corruption d'agents publics étrangers dans les transactions commerciales internationales une infraction pénale ». Il s'agit du premier instrument de lutte contre la corruption ciblant « l'offre » de la transaction entachée de corruption. Les 34 pays membres de l'OCDE et quatre pays non-membres (Afrique du Sud, Argentine, Brésil et Bulgarie) ont adopté cette Convention.
- La Convention des Nations Unies contre la corruption (2005) est également un instrument international juridiquement contraignant de lutte contre la corruption. Elle couvre différents aspects de la lutte contre la corruption : prévention, incrimination, coopération internationale et recouvrement d'avoirs. À ce jour, elle a été ratifiée par environ 150 États membres de l'ONU.

Ces deux conventions constituent donc un cadre normatif solide en matière de lutte contre la corruption, tout à fait à même d'être utilisé pour les approches d'exclusions normatives mises en œuvre par les investisseurs. Ratifiées par les États, elles engagent ces derniers à prévenir et à sanctionner la corruption auprès de leurs ressortissants, ce qui inclut l'activité des entreprises opérant sur leur territoire.

D'autres textes sont très souvent utilisés comme référence dans le cadre d'exclusions normatives, même s'ils sont moins directement applicables aux entreprises. Ils servent néanmoins à asseoir un corpus de valeurs qui pourront servir de socle à l'analyse des entreprises ou des États.

### La Déclaration Universelle des Droits de l'Homme

Adoptée en 1948, la Déclaration Universelle des Droits de l'Homme (DUDH) reconnaît l'existence de libertés et de droits fondamentaux communs à tous. Cette déclaration comporte une forte dimension civile et politique, ce qui l'inscrit en complément des Conventions de l'OIT avec lesquelles elle partage pourtant de nombreux principes.

Bien qu'elle s'adresse avant tout aux États, les investisseurs s'y réfèrent aussi pour évaluer le comportement des entreprises dans leur sphère d'influence, qu'il s'agisse du respect des libertés fondamentales des populations voisines de leurs sites de production ou plus largement de plaider auprès des gouvernements des pays dans lesquels elles opèrent. Cette dernière dimension, rarement prise en compte par les investisseurs français, l'est davantage par les acteurs anglo-saxons qui parlent alors d'*advocacy*, partant du

principe que les entreprises multinationales ont un rôle politique à jouer dans les pays où elles s'implantent, en particulier lorsqu'il s'agit d'États non démocratiques.

### La Déclaration de Rio

La Déclaration de Rio sur l'environnement et le développement (1992) constitue le cadre le plus mentionné par les investisseurs en matière d'environnement. Celle-ci n'a pas de caractère juridiquement contraignant et s'adresse avant tout aux États dont la coopération est nécessaire pour protéger l'environnement. Néanmoins, elle réaffirme la Déclaration de la Conférence des Nations Unies sur l'environnement adoptée à Stockholm en 1972 qui proclamait alors : « pour que ce but [la préservation de l'environnement] puisse être atteint, il faudra que tous, citoyens et collectivités, entreprises et institutions, à quelque niveau que ce soit, assument leurs responsabilités et se partagent équitablement les tâches. »

Toujours dans le domaine de l'environnement, la Convention sur la diversité biologique (1993) est également utilisée par les investisseurs comme norme de référence. Celle-ci a pour objectif « la conservation de la diversité biologique, l'utilisation durable de ses éléments et le partage juste et équitable des avantages découlant de l'exploitation des ressources génétiques ».

### Le Global Compact : un cadre qui tend à faire consensus

Lancé en 2000 par Kofi Annan, le Global Compact est une initiative portée par les Nations Unies. Les entreprises adhérentes s'engagent volontairement à respecter les dix principes suivants « universellement acceptés » traitant des droits de l'Homme et du travail, du respect de l'environnement et de la lutte contre la corruption :

1. Les entreprises sont invitées à promouvoir et à respecter la protection du droit international relatif aux droits de l'Homme dans leur sphère d'influence ; et
2. À veiller à ce que leurs propres compagnies ne se rendent pas complices de violations des droits de l'Homme.
3. Les entreprises sont invitées à respecter la liberté d'association et à reconnaître le droit de négociation collective ;
4. L'élimination de toutes les formes de travail forcé ou obligatoire ;
5. L'abolition effective du travail des enfants ; et
6. L'élimination de la discrimination en matière d'emploi et de profession.
7. Les entreprises sont invitées à appliquer l'approche de précaution face aux problèmes touchant l'environnement ;
8. À entreprendre des initiatives tendant à promouvoir une plus grande responsabilité en matière d'environnement ; et
9. À favoriser la mise au point et la diffusion de technologies respectueuses de l'environnement.
10. Les entreprises sont invitées à agir contre la corruption sous toutes ses formes, y compris l'extorsion de fonds et les pots-de-vin.

Non contraignant juridiquement, le Global Compact n'est pas une norme mais se définit comme « un ensemble de valeurs ». Bien qu'il s'agisse d'un engagement facultatif pour les entreprises, plus de 6000 y ont déjà adhéré, dont 1600 environ en Europe. C'est sans doute en partie cet engouement des entreprises qui fait également son succès auprès des



investisseurs. Même s'il ne s'agit ni d'une norme ni d'un code de conduite, le Global Compact est en effet le cadre le plus fréquemment utilisé par les investisseurs comme socle de critères pour l'exclusion normative.

Ce qui pourrait apparaître comme un paradoxe est en fait davantage un abus de langage puisque les dix principes du Global Compact sont eux-mêmes tirés d'un certain nombre de normes internationales décrites précédemment (DUDH, Conventions de l'OIT, Déclaration de Rio et Convention des Nations Unies contre la corruption). Pour les investisseurs utilisant le Global Compact, il ne s'agit donc pas d'exclure les entreprises n'ayant pas adhéré au Global Compact mais d'exclure les sociétés, signataires ou non, coupables de violation d'une des normes sous-jacentes et donc d'un de ses principes.

Il existe néanmoins un risque de confusion sur l'utilisation du Global Compact comme cadre d'analyse dans la mesure où il est utilisé non seulement dans une optique d'exclusion normative mais aussi dans des approches de sélection ESG traditionnelles. Pour certains acteurs, le respect du Global Compact est en effet plutôt entendu comme l'élaboration et l'application d'une politique RSE globale allant dans le sens de ses dix principes. La politique d'investissement responsable du Fonds de Réserve pour les Retraites (FRR) s'appuie par exemple explicitement depuis le lancement du Fonds sur les principes du Global Compact alors qu'aucune démarche de type normatif n'a été déployée avant 2008. C'est aussi le cas de BEAMA, l'association belge des sociétés de gestion, qui a défini un certain nombre de critères pour qu'un fonds puisse être qualifié d'« investissement socialement responsable et durable (ISR/D) ». Le référentiel de BEAMA comprend entre autres le critère suivant : « Pour que des instruments de placement soient repris dans un portefeuille ISR/D, ils doivent répondre aux normes minimales suivantes: 1. respect des principes du UN Global Compact [...] »<sup>2</sup>. Ici, « répondre aux normes minimales » ne signifie pas l'exclusion systématique en cas de non-respect.

D'autre part, si l'expression « *Global Compact Compliance* », par exemple utilisée par Sustainabilitytics pour désigner son service d'analyse normative, signifie pour la plupart des investisseurs l'absence de violation de ses principes, elle peut aussi être utilisée dans un tout autre sens. Les entreprises adhérant au Global Compact s'engagent en effet à communiquer dans leur rapport annuel sur la façon dont elles mettent en place ses dix principes. Celles qui publient effectivement cette « *Communication on Progress* » sont alors formellement « *compliant* » vis-à-vis du Global Compact.

## Les armes controversées : un cas exemplaire

### La Convention d'Ottawa et le Traité d'Oslo

L'exclusion des armes controversées que sont les mines antipersonnel et les bombes à sous-munitions fait l'objet d'un large consensus parmi les investisseurs. Celle-ci est justifiée du point de vue normatif par l'adoption de la Convention d'Ottawa en 1997 interdisant l'utilisation, le stockage, la production et le transfert des mines antipersonnel (MAP) ainsi que l'entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> août 2010 du Traité d'Oslo visant l'interdiction et l'élimination des bombes à sous-munitions (BASM).

La Convention d'Ottawa a été ratifiée par 156 États, dont les États européens (à l'exception de la Pologne qui a signé la convention mais ne l'a pas ratifiée) mais pas par

---

<sup>2</sup> <http://www.beama.be/duurzame-icbs-fr/definitie-en-methodologie-dmvi>

les États-Unis. Le Traité d'Oslo a été signé par 111 États et ratifié par 66 d'entre eux, dont les États de l'Union Européenne mais toujours pas par les États-Unis.

Notons par ailleurs que le terme « armes controversées » s'étend pour certains investisseurs à d'autres types d'armes telles que les armes nucléaires, les armes à l'uranium appauvri, etc. en fonction de la législation adoptée dans leur pays.

### Le financement des armes controversées

Pour chaque pays, la ratification de ces traités se traduit par l'adoption d'une législation nationale prohibant ces armes qui inclut généralement leur fabrication, leur stockage, leur utilisation et leur commerce mais qui ne mentionne pas explicitement son financement, ce qui s'apparente à un vide juridique sur ce volet. La Belgique est le premier pays à avoir légiféré, en mars 2007, sur le financement des armes controversées. BEAMA, l'association belge des sociétés de gestion, propose désormais à ses membres une liste d'entreprises identifiées à l'aide de l'agence de notation extra-financière Ethix, qu'ils sont libres d'exclure de leurs portefeuilles pour garantir leur conformité à la loi. Depuis lors, l'Irlande (2008), le Luxembourg (2009), la Nouvelle Zélande (2009) et l'Italie (juin 2011) lui ont emboité le pas. De nombreux pays n'ont pas explicitement introduit la question du financement de ces activités dans leur législation mais ont cependant confirmé que leur financement était interdit puisqu'il constituait une forme d'assistance envers ces activités.

### L'interdiction du financement des bombes à sous-munitions dans le monde



(Source : IKV Pax Christi et Netwerk Vlaanderen, mai 2011<sup>3</sup>)

<sup>3</sup>[http://www.ikvpaxchristi.nl/UK/below\\_thematic\\_security\\_and\\_disarmament\\_cluster\\_munition\\_home\\_stop\\_explosive\\_investments.htm](http://www.ikvpaxchristi.nl/UK/below_thematic_security_and_disarmament_cluster_munition_home_stop_explosive_investments.htm)

En France, la loi n'interdit pas explicitement le financement de ce type d'armes mais la loi de juillet 2010 sur l'interdiction des armes à sous-munitions précise tout de même qu'« est également interdit le fait d'assister, d'encourager ou d'inciter quiconque à s'engager dans une des activités interdites susmentionnées. »<sup>4</sup> Lors de la discussion du projet de loi adopté par le Sénat, Hubert Falco, secrétaire d'État à la défense et aux anciens combattants avait ainsi précisé : « Concernant le financement, il est clair, dans notre esprit, que toute aide financière, directe ou indirecte, en connaissance de cause d'une activité de fabrication ou de commerce d'armes à sous-munitions constituerait une assistance, un encouragement ou une incitation tombant sous le coup de la loi pénale au titre de la complicité ou de la commission des infractions prévues par le présent projet de loi. Si les travaux de suivi de l'application de la loi par la Commission nationale pour l'élimination des mines antipersonnel, la CNEMA, amenaient à constater une insuffisance de la loi sur ce point, le Gouvernement en tirerait les conclusions qui s'imposent, en proposant au Parlement les modifications législatives nécessaires. »<sup>5</sup>

L'Association Française de Gestion financière (AFG), récemment interpellée par Amnesty International et Handicap International, a pris acte de cette précision du législateur puisqu'elle a lancé cette année un groupe de travail sur l'application de cette loi dans la gestion d'actifs.

---

<sup>4</sup> Loi n°2010-819 du 20 juillet 2010

<sup>5</sup> [http://www.assemblee-nationale.fr/13/cri/2009-2010-extra/20101008.asp#INTER\\_0](http://www.assemblee-nationale.fr/13/cri/2009-2010-extra/20101008.asp#INTER_0)

## II.

# Des démarches conçues pour préserver la réputation des investisseurs

Si les fonds ISR de type *best-in-class* ont souvent été conçus avec l'idée d'impulser, via le levier financier, un modèle de développement plus durable, l'optique dans laquelle s'inscrivent les investisseurs pratiquant des exclusions normatives s'en écarte sensiblement. Pour ces investisseurs institutionnels, il s'agit avant tout de protéger leur réputation en écartant tout risque de critique par la société civile (ONG, syndicats) ou leurs ayants-droit (assurés, retraités) en raison d'investissements dans des entreprises particulièrement controversées. Dès lors, ces institutionnels font généralement le choix de démarches appliquées à l'ensemble de leurs actifs et non plus circonscrites à quelques fonds ISR.

### Une demande des investisseurs institutionnels

Depuis le début de la crise, les acteurs financiers font l'objet d'une forte médiatisation. Avec des mouvements comme *Occupy Wall Street*, la société civile remet progressivement en cause leur capacité à servir l'économie et la société plutôt que leurs propres intérêts. Dans les pays nordiques, ceci n'est pas nouveau. Les investissements effectués par le fonds souverain norvégien ou les grands fonds de pension néerlandais font régulièrement la Une des médias, forçant ainsi leurs gestionnaires à modifier leurs politiques d'investissement.

Cette attention portée au risque de réputation explique sans doute que lorsqu'ils communiquent publiquement la liste des entreprises exclues de leurs investissements, ces investisseurs ne distinguent pas toujours les exclusions éthiques des exclusions normatives. Il s'agit pour eux d'une démarche d'exclusion globale dont l'objectif est de ne pas investir dans des titres « controversés ».

Certains investisseurs optent aussi pour l'exclusion normative dans une optique de meilleure gestion des risques. Ils veulent alors écarter de leur univers d'investissement les entreprises dont les pratiques ESG controversées pourraient avoir un impact financier significatif, notamment parce qu'elles mettent en péril leur « *licence to operate* ».

Souvent exclue par les investisseurs pour ses pratiques en matière d'environnement et de droits de l'Homme, l'entreprise minière Vedanta s'est par exemple vu suspendre son droit d'exploitation pour un projet de mine de bauxite par le gouvernement indien suite à une importante polémique intervenue en 2010. Cette entreprise, exclue par de nombreux investisseurs, combine ainsi les enjeux de réputation et de risque opérationnel.

C'est aussi pour cette raison que plusieurs investisseurs ont par exemple renoncé à participer à l'introduction en bourse de Glencore en mai 2011. Cette entreprise suisse spécialisée dans l'exploitation des matières premières a réussi à lever environ 10 milliards de dollars mais n'en est pas moins critiquée pour violation des droits humains et évasion fiscale. Son introduction en bourse a braqué les projecteurs sur ses pratiques ESG controversées, son absence de transparence sur la gestion de ces enjeux qui peuvent à terme menacer son « droit d'exploitation » de certains sites. C'est pourquoi la Fondation Ethos a annoncé publiquement en juillet 2011 qu'elle excluait l'entreprise en raison des « risques sur les investisseurs que font peser les controverses relatives aux dégâts environnementaux et sociaux, imputés à Glencore mais aussi à l'attitude de la société. »

### **Le fonds souverain norvégien**

La politique du fonds norvégien, le Government Pension Fund Global, fait souvent figure d'exemple en matière d'exclusion d'entreprises coupables de violation de normes internationales. Cette démarche a été développée très tôt pour légitimer l'existence même de ce fonds souverain, le plus important en Europe, vis-à-vis de la population norvégienne, à l'origine peu encline à voir sa manne pétrolière investie aux quatre coins de la planète par le biais des marchés financiers.

Ainsi, dès 2001, le Ministère des Finances norvégien a désigné une commission consultative chargée d'évaluer si certains investissements du fonds pétrolier étaient en contradiction avec les engagements de la Norvège en matière de droit international. Pour la première fois en 2002, le gouvernement norvégien appliquait ses recommandations en excluant la société Singapore Technologies Engineering en raison de son activité de production de mines antipersonnel. En publiant ses « principes éthiques » en 2004, le Ministère des Finances a généralisé sa politique d'exclusion dont l'objectif est d'écarter du portefeuille du Norwegian Government Pension Fund Global les investissements qui constituent un risque inacceptable de contribution à de graves violations de ses lignes directrices relatives aux droits de l'Homme, aux droits des individus en cas de guerre ou de conflit, aux dégâts environnementaux ou à la corruption.

Le « Conseil d'éthique » est chargé d'identifier les entreprises qui devraient être exclues et soumet ainsi ses propositions d'exclusion ou de mise sous surveillance d'une entreprise au Ministère des Finances.

Investi dans plus de 8000 entreprises, le fonds norvégien alloue d'importantes ressources pour identifier des controverses potentielles et s'assurer de leur fondement. Le Conseil d'éthique a chargé des consultants de suivre l'actualité de toutes les entreprises en portefeuille et se voit remettre un rapport mensuel très détaillé sur les entreprises accusées de graves violations de normes et ce, partout dans le monde, particulièrement en Asie.

Toutes les entreprises coupables de violations de normes ne sont pas systématiquement exclues du portefeuille. Dans son évaluation, le Ministère des Finances prend notamment en considération la gravité et l'étendue de la violation, et décide, in fine, d'exclure ou non une entreprise suite aux recommandations du Conseil d'éthique, dépendamment de la capacité de l'entreprise à présenter des améliorations tangibles ou non.

Au total, depuis le lancement de cette politique, c'est ainsi une trentaine d'entreprises qui ont été exclues en lien avec les lignes directrices du fonds, plus une trentaine d'autres pour leurs activités liées au tabac ou aux armes nucléaires. Cinq d'entre elles ont été réintégrées depuis. Les exclusions les plus emblématiques actuellement en vigueur sont

Wal-Mart, Freeport McMoran, Rio Tinto ou encore Barrick Gold et les plus récentes Samling Global et Lingui Development Berhad.

### **Une liste d'exclusions réputée**

La liste d'entreprises exclues par le fonds norvégien a toujours fait l'objet d'une communication publique très détaillée comprenant la décision du Ministère des Finances ainsi que le rapport technique produit par le Comité d'éthique pour étayer l'exclusion. Cette stratégie, combinée à la taille du fonds, lui a conféré un ascendant important non seulement sur les entreprises, mais également sur les autres acteurs financiers. Ainsi, nombre d'entre eux ont mis en place une exclusion des titres écartés par le fonds norvégien pour éviter d'être accusés d'investir dans une entreprise mise en cause par leur homologue norvégien. C'est notamment le cas de l'assureur KLP (Norvège) ou des sociétés de gestion Petercam (Belgique) et Pictet Asset Management (Suisse) pour leurs fonds ISR ou thématiques. Ce risque est avéré puisqu'en 2011, le Green Party néo-zélandais a ainsi reproché au New Zealand Superannuation Fund de poursuivre ses investissements dans des entreprises écartées par le fonds norvégien.

Notons enfin que pour KLP comme pour l'Italien Generali qui a un temps mis en œuvre l'exclusion des titres écartés par le fonds norvégien, ceci a constitué une étape fondatrice qui les a ensuite menés à définir eux-mêmes leur propre stratégie d'exclusion normative.

### **Les fonds de pension néerlandais**

Aux Pays-Bas, les médias et la société civile se penchent régulièrement sur les pratiques des investisseurs institutionnels. Dans ce pays où les actifs de retraite obligatoire sont capitalisés via de gros fonds de pension, les pensionnés demandent régulièrement des comptes à leurs gestionnaires. C'est ainsi que suite à l'émission Zembla TV diffusée en mars 2007, la polémique a été suffisamment forte pour que les plus grands fonds de pension nationaux soient amenés à définir rapidement des politiques d'exclusion sur les armes controversées en phase avec les traités ratifiés par les Pays-Bas. De fait, les fonds ayant recours à de telles exclusions, qui constituent aujourd'hui le gros du marché ISR aux Pays-Bas, ont augmenté de 88% entre 2007 et 2009 selon Eurosif, atteignant alors 266 milliards d'euros.

Aujourd'hui, ABP et PFZW, les deux plus gros fonds de pension du pays, dont les 350 milliards d'actifs cumulés sont respectivement gérés par APG et PGGM, ont déployé des démarches d'exclusions normatives avancées et transparentes. Les politiques sous-jacentes ainsi que les listes d'entreprises et d'États exclus en conséquence sont publiées sur leurs sites Internet.

### **Les institutionnels français**

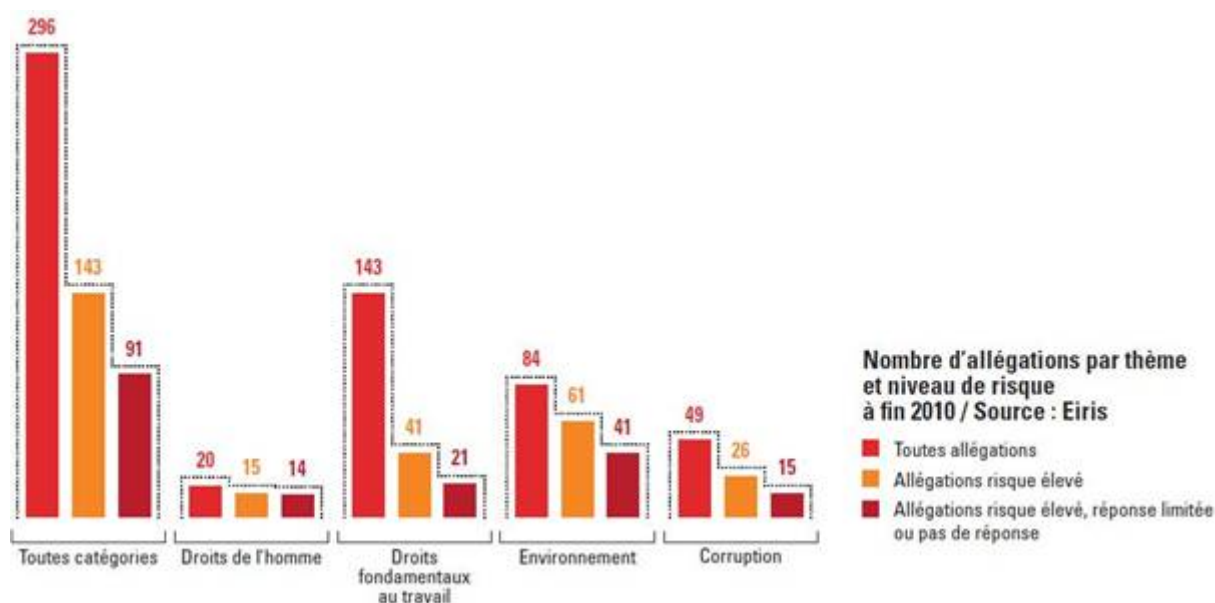
En France, certains investisseurs institutionnels s'engagent progressivement depuis une décennie sur la voie de l'investissement responsable, notamment pour répondre aux attentes des syndicats au sein des organismes dont la gestion est paritaire (Agirc Arrco, FRR...) ou dépend de la fonction publique (ERAFP, Ircantec). Pourtant, peu d'entre eux ont finalement adopté des démarches d'exclusion normative visant à préserver leur réputation. En particulier, parmi les neuf investisseurs institutionnels français signataires des Principes pour l'Investissement Responsable (PRI), seuls quatre acteurs ont mis en place ce type d'approche, le FRR pour les entreprises et l'ERAFP, CNP Assurances et la MAIF pour les États (cf. encadré ci-dessous).

Le FRR est donc le seul investisseur institutionnel français à avoir adopté une approche normative pour un univers international d'entreprises, sans pour autant l'associer

systématiquement à des exclusions de ses portefeuilles gérés par délégation. Le Fonds s'appuie depuis 2007 sur l'outil Convention Watch d'EIRIS et son service de screening sur les armes controversées. Cette démarche a été établie "afin d'identifier et de minimiser les risques extra-financiers qui pourraient avoir un impact sur la réputation du Fonds", précisait le FRR dans un communiqué publié lors de son lancement. Pour ce faire, le FRR entend initier un dialogue avec les entreprises sujettes à controverses et se laisse la possibilité de les faire exclure de ses mandats de gestion si aucune action corrective n'est mise en œuvre.

D'après son rapport annuel 2010, 91 allégations qualifiées de « graves et par rapport auxquelles l'entreprise n'a pas pris de mesures ou seulement des mesures limitées » ont été recensées grâce à l'outil Convention Watch parmi les entreprises investies par le FRR. Ces allégations concernent 67 entreprises (une entreprise pouvant faire l'objet de plusieurs allégations) sur environ 2600 analysées par EIRIS dans le portefeuille, soit 2,5% des entreprises analysées.

### Nombre d'allégations par thème et niveau de risque recensées par EIRIS dans le portefeuille du FRR



(Source : FRR, Rapport annuel 2010)

Les investisseurs français, malgré des attentes croissantes de leurs parties prenantes, s'inscrivent ainsi en retrait par rapport à leurs homologues néerlandais et scandinaves. Une controverse médiatique devra-t-elle intervenir pour faire évoluer cet état de fait ?

## L'exclusion normative appliquée aux États

Moins répandues que les approches d'exclusions normatives appliquées aux entreprises, celles appliquées aux États n'en demeurent pas moins intéressantes, du fait notamment de la dimension politique qu'elles impliquent.

L'ERAFP, qui a choisi dès son lancement d'établir une politique tout ISR basée sur le principe du *best-in-class*, l'a complétée pour les obligations d'États par plusieurs critères d'exclusion portant sur le refus de la peine de mort, le recours aux enfants soldats et la pratique de la torture. Des pays comme le Japon ou les États-Unis par exemple, qui n'ont pas aboli la peine de mort, pourraient se voir exclure du portefeuille obligataire de l'ERAFP, s'ils faisaient partie de son univers d'investissement (émetteurs d'obligations en euros, pour le moment).

Outre son approche *best-in-class*, CNP Assurances n'applique pas non plus d'exclusions normatives hors MAP et BASM concernant les entreprises et OPCVM sur les produits alimentaires. En revanche, l'assureur a décliné une politique d'exclusion des États pour lesquels l'indice de perception de la corruption publié par Transparency International et les indices de Freedom House sont les plus forts (haut niveau de corruption perçu et faibles libertés civiles et politiques). Ceci l'amène à écarter un État n'appartenant pas à l'OCDE.

Enfin à la MAIF, ce sont les normes de l'OIT, le protocole de Kyoto et les objectifs du millénaire de l'ONU qui servent de socle pour une analyse normative, mise en place depuis 2009 sur les obligations d'États.

À l'étranger, le fonds de pension néerlandais ABP a publié en janvier 2012 une liste d'exclusion d'États. Celle-ci inclut les pays faisant l'objet d'un embargo des Nations Unies sur les ventes d'armes : RD Congo, Corée du Nord, Côte d'Ivoire, Érythrée, Irak, Iran, Libéria, Libye, Somalie et Soudan. De son côté, PGGM liste sept États sujets à des sanctions du Conseil de sécurité des Nations Unies ou dont l'OIT recommande l'exclusion : Corée du Nord, Côte d'Ivoire, Érythrée, Iran, Libye, Myanmar, Somalie et Soudan. Cependant, ces États n'émettant pas ou peu d'obligations, leur exclusion n'a pas d'impact sur la gestion ; elle est ainsi mise en place dans une optique de protection de la réputation.

## Les démarches mises en œuvre par les sociétés de gestion

À l'écoute de leurs clients institutionnels, en particulier internationaux, les gestionnaires d'actifs sont toujours plus nombreux à développer des approches normatives, soit en complément des processus existant pour leurs fonds ISR, soit pour répondre de façon exclusive à des demandes spécifiques d'investisseurs dans le cadre de mandats de gestion. Les sociétés de gestion comprennent aussi la dimension réputationnelle que peuvent revêtir ces exclusions et sont parfois amenées à les déployer sur l'intégralité de leurs actifs financiers, y compris non ISR. C'est en particulier le cas pour l'exclusion des armes dites controversées.

### Répondre à la demande institutionnelle

Allianz Global Investors fait partie des premières sociétés de gestion en France à avoir mis en place une approche d'exclusion normative pour ses fonds ISR. Dès 2002, le critère « droits de l'Homme » est devenu un critère d'exclusion pour les fonds ISR investis en actions. Cette approche, qui précède le processus de sélection ESG, se veut binaire.



Lorsqu'une alerte liée aux droits de l'Homme survient sur un titre, les investissements sont gelés et les analystes ISR dialoguent avec la société en portefeuille. Ils disposent d'un mois à partir de l'alerte pour rendre un avis : conserver ou exclure la société de l'univers investissable. Ceci a par exemple conduit Allianz GI à écarter Unilever en 2011, une société pourtant bien notée par les agences de notation extra-financière pour sa politique RSE globale, car elle présentait de mauvaises pratiques en matière de droits de l'Homme dans sa chaîne d'approvisionnement. Aujourd'hui, Allianz GI signale que cette approche intéresse plusieurs institutionnels dont certains attendent même des démarches plus exigeantes dans le cadre de leurs appels d'offres.

Le critère des droits de l'Homme semble d'ailleurs concentrer le plus l'attention des investisseurs si l'on en croit Eric Van Labeck du Groupe OFI. La société de gestion ne pratique pas d'exclusion dans ses OPCVM ouverts mais le fait « à la demande » pour ses mandats de gestion, avec là encore des attentes privilégiant fréquemment les droits de l'Homme<sup>6</sup>.

La stratégie d'AXA Investment Managers illustre quant à elle l'influence de la demande étrangère pour ce type d'approche. En effet, excepté les exclusions liées aux mines antipersonnel, aux bombes à sous-munitions et aux armes à l'uranium appauvri appliquées à l'ensemble du groupe pour répondre aux attentes de la société civile, ainsi que les exclusions des secteurs du tabac et de la défense systématiques pour les fonds ISR, AXA IM n'a mis en place une démarche systématique d'exclusions normative que pour le fonds distribué au Royaume Uni alors que pour les fonds distribués en France la démarche est une approche positive (*best-in-class*).

La démarche de BNP Paribas Investment Partners, a pour objectif de décliner son engagement en tant que signataire des Principes pour l'Investissement Responsable (UNPRI), en cohérence avec la politique RSE du groupe BNP Paribas, tout en répondant à la demande de certains clients. Sa politique consiste à exclure de ses fonds les entreprises ne respectant pas les dix principes du Global Compact. Pour ce faire, BNPP IP s'appuie sur les analyses de l'agence de notation extra-financière Sustainalytics et valide en dernier ressort les décisions d'exclusion en interne. Pratiquée à l'origine sur les fonds ISR et thématiques de BNPP IP, cette démarche doit à présent être déployée plus largement à l'ensemble de la gestion de BNPP IP, hors gestion indiciaire et multigestion.

Elle devrait ainsi emboîter le pas à Amundi qui, pour anticiper les attentes des clients et prévenir au mieux ses risques de réputation, applique maintenant des exclusions normatives à sa gestion. Ainsi depuis 2011, quelques titres ont été placés dans une liste noire non investissable pour l'ensemble de la gestion active du groupe, soit plus de 600 milliards d'euros.

Deux tendances convergentes apparaissent : d'une part des sociétés de gestion qui identifient de façon croissante une demande institutionnelle focalisée sur le respect des normes internationales ou en complément d'approches *best-in-class* dont les résultats ne sont pas toujours assez visibles, et d'autre part des sociétés de gestion qui déploient progressivement des exclusions normatives, pour préserver leur réputation, sans qu'elles en fassent forcément état publiquement.

---

<sup>6</sup> Source : Interview d'Eric Van Labeck, directeur de la recherche et du développement, Groupe OFI – Macif Gestion, 9 janvier 2012. [www.newsmanagers.com](http://www.newsmanagers.com)

## Principales sociétés de gestion implantées sur le marché de l'ISR en France pratiquant des exclusions normatives

Société de gestion	Appellation utilisée	Référentiels utilisés	Périmètre d'application	
			Fonds ISR	Autres
AGICAM	Surveillance des risques extrêmes	Global Compact	x	
Allianz GI France	Exclusion	Déclaration Universelle des Droits de l'Homme (DUDH)	x	
Amundi	Exclusion des entreprises qui contreviennent gravement et de façon répétée au Pacte Mondial	Global Compact		Ensemble de la gestion*
AXA IM	Ethical Policies	Violation des droits humains, grave pollution de l'eau...	AXA Ethical Distribution Fund (UK)	
BNP Paribas IP	Application du Pacte Mondial	Global Compact	x	Ensemble de la gestion* (2012)
Dexia AM	Analyse normative	Global Compact	x	
Federal Finance	Filtre responsable	Global Compact	x	
La Banque Postale AM	Evaluation de l'intégration des normes internationales de droits de l'Homme	Droits de l'Homme et droits fondamentaux au travail	Fonds Libertés et Solidarité	
La Financière Responsable	Exclusion	DUDH, OIT, Principes directeurs de l'OCDE	x	
Petercam	Exclusion	Liste du fonds norvégien	x	
Pictet AM	Exclusion des pires pratiques	nc		Fonds thématiques
Sparinvest	Filtre normatif	Principes directeurs de l'OCDE, Global Compact, normes sur la Responsabilité en matière de Droits de l'homme des Sociétés Transnationales et autres Entreprises ou les normes sur les droits de l'homme de l'ONU	x	
Triodos Investment Management	Minimum standards	OIT, OCDE, etc.	x	

\*hors gestion indicielle

Dans la mesure où certains acteurs ne communiquent pas sur leurs démarches d'exclusions normatives, cette liste ne peut être considérée comme exhaustive. Le Groupe OFI a, par exemple, mis en place ce type d'approche pour certains mandats de gestion ISR sans que l'on en connaisse les détails.

## Des exclusions normatives pratiquées au cas par cas

Deux types d'approches coexistent pour les exclusions normatives : certains acteurs reproduisent des processus utilisés dans le cadre d'approches de sélection ESG avec des systèmes de notation des violations. Les plus graves vont mécaniquement conduire à l'exclusion. D'autres travaillent au cas par cas, sur la base d'analyses ad hoc généralement débattues dans le cadre d'un comité éthique avant de décider l'exclusion.

Pour chaque violation identifiée, plusieurs critères permettent par exemple à Dexia AM de qualifier la gravité de l'infraction concernée : sa proximité dans le temps, son ampleur (impacts financier, écologique, etc.), la crédibilité de la source d'information, son caractère répétitif ainsi que les réponses apportées par l'entreprise afin de s'assurer qu'une telle violation ne se reproduira pas. En fonction de leur gravité et de leur ampleur, Dexia AM classe les violations en trois catégories : vert, orange ou rouge. Toutes les entreprises se voyant attribuer au moins un « rouge » dans l'un des quatre domaines que sont les droits de l'Homme, le droit du travail, l'environnement et la lutte contre la corruption, sont exclues de l'univers d'investissement ISR.

Federal Finance a une démarche qui combine deux facteurs pouvant conduire à l'exclusion sur la base du référentiel du Global Compact : soit une violation avérée des principes, soit une exposition très forte à des enjeux fondamentaux sans visibilité sur les mesures pouvant prévenir les violations futures.

Autre exemple, la société de gestion Sparinvest applique tel quel le système de feux verts, oranges ou rouges proposés par l'agence suédoise Ethix.

De son côté, Amundi a choisi un processus plus qualitatif. Celui-ci repose sur une organisation en deux temps : l'identification des entreprises problématiques par l'équipe d'analyse extra-financière et les décisions d'exclusion prises au cas par cas par un comité de notation qui regroupe des membres des équipes d'analyse, de gestion et de gestion des risques. Bien que le système d'exclusion repose sur une notation - les entreprises exclues sont celles notées G sur une échelle de A à G -, le choix d'une note G est décidé au cas par cas par le comité de notation pour chaque entreprise contrevenant gravement et de manière répétitive au Global Compact, constituant ainsi un risque de réputation pour la société de gestion.

## La question de la conformité règlementaire

Concernant les mines antipersonnel et les bombes à sous-munitions, la mise en place d'exclusions normatives répond a priori à une motivation d'ordre règlementaire. Investisseurs institutionnels et sociétés de gestion s'inscrivent alors dans une démarche de conformité aux conventions que leur pays a ratifiées. Aujourd'hui, la plupart des investisseurs et des sociétés de gestion d'actifs en France, en Belgique ou aux Pays-Bas par exemple présentent de telles politiques conformes aux textes entérinés par leurs pays respectifs. Dans le cadre de l'enquête annuelle menée par Novethic en 2010, 67% des sociétés de gestion actives sur le marché de l'ISR en France déclaraient avoir mis en place de telles exclusions.

Cependant, si l'application de la Convention d'Ottawa et du Traité d'Oslo constitue aujourd'hui le « service minimum » pour un nombre croissant d'investisseurs en termes d'exclusions normatives, cela n'a pas toujours été le cas. Outre l'introduction de législations nationales, c'est la pression exercée par la société civile, en particulier les

ONG et les médias, qui a poussé et pousse encore aujourd'hui les investisseurs à exclure de leurs portefeuilles les sociétés impliquées dans la production de ces armes.

Le fonds de pension New Zealand Superannuation Fund a ainsi été rappelé à l'ordre par le Green Party en août 2011 pour ses investissements dans des entreprises ne respectant pas les traités ratifiés par la Nouvelle-Zélande. Le Green Party accuse notamment le fonds de pension néo-zélandais, qui exclut pourtant depuis 2008 les producteurs de bombes à sous-munitions, d'investir dans cinq entreprises concernées par ces activités: GenCorp, Kaman, Saab AB, Tata Power et Zodiac Aerospace.

Encore plus récemment, en septembre 2011, la banque britannique RBS a accepté de renoncer à tout nouveau contrat avec des producteurs de bombes à sous-munitions après les révélations du journal The Independent et des groupes d'ONG sur ses investissements dans des entreprises produisant de telles armes, vraisemblablement Alliant Techsystems et Lockheed Martin d'après le journal<sup>7</sup>. La campagne menée par Amnesty International a conduit en moins de deux semaines plus de 10000 personnes à envoyer un courrier électronique au directeur général de la banque demandant de mettre fin à ses investissements dans des producteurs de bombes à sous-munitions.

Il n'existe en revanche pas de loi interdisant explicitement le financement d'entreprises coupables de violation de normes internationales ratifiées dans leur pays. La Belgique est le premier pays à discuter de l'adoption d'une telle loi pour les fonds ISR.

---

<sup>7</sup> <http://www.independent.co.uk/news/uk/home-news/rbs-severs-ties-with-makers-of-cluster-bombs-6128753.html>

### **Belgique : vers une généralisation de l'exclusion normative dans les fonds ISR ?**

La Belgique réfléchit depuis plusieurs années à l'introduction d'une définition légale de l'ISR qui comprendrait notamment l'exclusion des entreprises coupables de violations des traités internationaux ratifiés par la Belgique.

À la demande de la sénatrice belge Marie Arena, alors ministre fédérale de l'Intégration sociale, des Pensions et des Grandes Villes, le Réseau Financement Alternatif (RFA) a publié en 2009 une « Étude portant sur une proposition de définition d'une norme légale d'investissement socialement responsable ». Devant la multiplication des fonds ISR et leur grande hétérogénéité, le RFA propose d'établir des critères minimaux que devraient appliquer les fonds distribués en Belgique pour pouvoir être qualifiés d'ISR. Ils comprennent entre autres des critères négatifs selon lesquels « pour pouvoir bénéficier d'un label d'ISR, le produit d'investissement ne peut pas investir dans des entreprises pour lesquelles il existe de graves indications qu'elles se rendent coupables comme auteurs, coauteurs ou complices, ou qu'elles tirent profit, d'actions interdites par les traités internationaux ratifiés par la Belgique.<sup>8</sup> »

Reprenant les éléments de cette étude, une « proposition de loi visant la promotion des investissements responsables » a ainsi été déposée, en février 2011, par les deux sénateurs Philippe Mahoux et Marie Arena. Cette proposition de loi prévoit notamment l'établissement d'une liste noire d'entreprises découlant de l'application de critères de sélection normatifs. Celle-ci ne serait pas laissée à l'appréciation des investisseurs mais serait établie par l'État, par l'intermédiaire de la Commission bancaire, financière et des assurances (CBFA).

Outre la crise politique traversée par la Belgique qui a retardé la poursuite des discussions sur cette proposition, il reste encore à établir la liste des entreprises concernées. Au vu de l'hétérogénéité des listes existantes appliquées par les investisseurs d'un même pays, cette étape pourrait constituer un obstacle à l'application de la loi. Pour BEAMA, l'association belge des sociétés de gestion qui s'y oppose, l'application de critères de sélection aussi stricts conduirait à qualifier d'ISR une dizaine de fonds seulement parmi plus de 200 fonds dits ISR recensés aujourd'hui en Belgique.

Un nouveau gouvernement belge étant formé, les discussions autour de cette proposition de loi devraient pouvoir reprendre prochainement.

---

<sup>8</sup> <http://www.financite.be/s-in-former/bibliotheque,fr,11,3,1,3.html>

### III.

## Impacts des exclusions normatives

### Étude statistique sur les entreprises exclues par 32 investisseurs

Cette étude a été l'occasion de combiner les listes d'entreprises actuellement exclues par une trentaine d'investisseurs ou de sociétés de gestion afin d'identifier celles qui figurent le plus souvent sur des listes d'exclusion.

Ces données ne peuvent être considérées exhaustives dans la mesure où certains de nos interlocuteurs n'ont pas souhaité les communiquer. Néanmoins, qu'il s'agisse de listes rendues publiques ou bien de listes communiquées directement à Novethic, elles permettent d'établir des statistiques sur les pratiques d'exclusion normative et de faire apparaître les entreprises les plus controversées.

### Les listes d'exclusions (hors MAP et BASM)

Les listes d'exclusions (hors MAP et BASM) de 15 investisseurs (9 sociétés de gestion et 6 investisseurs institutionnels) ont été recueillies, soit à partir de données publiées sur leurs sites Internet (60%), soit à partir de données transmises directement par ces investisseurs à Novethic (40%). Les investisseurs étrangers sont surreprésentés (67%) et sont les seuls à communiquer sur leurs exclusions.

### Panel d'investisseurs

ABP (Pays-Bas)

Amundi (France)\*

AP7 (Suède)

BNP Paribas IP (France)\*

Dexia AM (France)\*

Ethias (Belgique)

Federal Finance (France)\*

KLP (Norvège)

La Financière Responsable (France)\*

PFA Pension (Danemark)

PGGM (Pays-Bas)

PNO Media (Pays-Bas)

SNS AM (Pays-Bas)

Sparinvest (Danemark)\*

The Government Pension Fund Global (Norvège)

\* Listes non publiques

## Les 16 entreprises les plus fréquemment exclues pour violation de normes (hors MAP et BASM)

	Secteur d'activité	Pays	% investisseurs excluant ce titre	% sociétés de gestion	% investisseurs institutionnels	% investisseurs français	% investisseurs étrangers	Critères d'exclusion
<b>Vedanta Resources</b>	Extraction minière	Royaume-Uni	67%	78%	50%	80%	60%	Environnement, droits de l'Homme
<b>Wal-Mart</b>	Distribution	États-Unis	53%	33%	83%	40%	60%	Droit du travail
<b>Freeport-McMoRan</b>	Extraction minière	États-Unis	40%	33%	50%	40%	40%	Environnement
<b>Barrick Gold</b>	Extraction minière	Canada	33%	33%	33%	40%	30%	Environnement
<b>Chevron</b>	Énergie	États-Unis	27%	11%	50%	20%	30%	Environnement, droits de l'Homme
<b>Dongfeng Motor Group</b>	Automobile	Chine	27%	11%	50%	20%	30%	Droits de l'Homme, vente d'armes et de matériel militaire au régime birman
<b>PetroChina</b>	Énergie	Chine	27%	22%	33%	20%	30%	Environnement, droits de l'Homme
<b>Sterlite Industries (filiale de Vedanta)</b>	Extraction minière	Inde	27%	22%	33%	20%	30%	Droits de l'Homme
<b>Alpha Natural Resources</b>	Extraction minière	États-Unis	20%	22%	17%	40%	10%	Droits de l'Homme
<b>BAE Systems</b>	Aérospatiale et défense	Royaume-Uni	20%	33%	0%	60%	0%	Corruption
<b>Halliburton</b>	Énergie	États-Unis	20%	33%	0%	40%	10%	Droit du travail
<b>Norilsk Nickel</b>	Extraction minière	Russie	20%	11%	33%	20%	20%	Environnement
<b>Potash Corporation</b>	Chimie	Canada	20%	0%	50%	0%	30%	Droits de l'Homme
<b>Rio Tinto</b>	Extraction minière	Royaume-Uni	20%	11%	33%	0%	30%	Environnement
<b>Samling Global</b>	Exploitation forestière	Malaisie	20%	11%	33%	20%	20%	Environnement
<b>Total</b>	Énergie	France	20%	22%	17%	20%	20%	Activités en Birmanie, droit du travail

## Les listes d'exclusion concernant les MAP et BASM

En ce qui concerne les MAP et BASM, les listes d'entreprises exclues de 28 investisseurs (13 sociétés de gestion et 15 institutionnels) ont été compilées, quasi exclusivement à partir de données publiques (93%). Le panel inclut une majorité d'investisseurs étrangers (86%) qui publient tous leur liste d'exclusions sur leur site Internet. En effet, seuls deux acteurs français, La Banque Postale Asset Management (LBPAM) et le Fonds Réserve pour les Retraites (FRR), la rendent publique.

### Panel d'investisseurs

ABP (Pays-Bas)  
AEGON (Pays-Bas)  
Amundi (France)\*  
AP 1-4 (Suède)  
AP7 (Suède)  
ATP (Danemark)  
Aviva (Royaume-Uni)  
BNP Paribas IP (France)\*  
Danske Bank (Danemark)  
Ethias (Belgique)  
Fonds de Réserve pour les Retraites (France)  
KBC (Belgique)  
KLP (Norvège)  
La Banque Postale AM (France)  
National Pensions Reserve Fund (Irlande)  
New Zealand Superannuation Fund (Nouvelle-Zélande)  
Nordea (Suède)  
Nykredit (Danemark)  
Pensioenfonds Horeca & Catering (Pays-Bas)  
Pensioenfonds Vervoer (Pays-Bas)  
PFA Pension (Danemark)  
PGGM (Pays-Bas)  
PNO Media (Pays-Bas)  
Robeco (Pays-Bas)  
SEB (Suède)  
SNS AM (Pays-Bas)  
Sporwegpensioenfonds (Pays-Bas)  
The Government Pension Fund Global (Norvège)

\* Listes non publiques



## Les 15 entreprises les plus fréquemment exclues en raison de leur implication dans la production de MAP ou BASM

	Pays	% investisseurs excluant ce titre	% sociétés de gestion	% investisseurs institutionnels	% investisseurs français	% investisseurs étrangers
<b>Lockheed Martin</b>	États-Unis	100%	100%	100%	100%	100%
<b>Textron</b>	États-Unis	93%	92%	93%	100%	92%
<b>Alliant Techsystems</b>	États-Unis	89%	85%	93%	75%	92%
<b>General Dynamics</b>	États-Unis	89%	85%	93%	75%	92%
<b>Poongsan</b>	Corée du Sud	89%	92%	87%	75%	92%
<b>Hanwha</b>	Corée du Sud	82%	85%	80%	75%	83%
<b>L-3 Communications</b>	États-Unis	82%	85%	80%	100%	79%
<b>Singapore Technologies Engineering</b>	Singapour	82%	100%	67%	100%	79%
<b>GenCorp</b>	États-Unis	50%	69%	33%	50%	50%
<b>Raytheon</b>	États-Unis	50%	31%	67%	25%	54%
<b>Aerostar</b>	Roumanie	36%	46%	27%	50%	33%
<b>Aerotech</b>	Roumanie	29%	38%	20%	50%	25%
<b>Aryt Industries</b>	Israël	29%	54%	7%	50%	25%
<b>China North Industries (Norinco)</b>	Chine	25%	38%	13%	50%	21%
<b>Goodrich</b>	États-Unis	25%	23%	27%	25%	25%

### Un effet limité sur les portefeuilles

Au sein du panel d'investisseurs excluant les armements controversés, le nombre d'entreprises exclues s'établit en moyenne à 13. Pour ceux excluant des entreprises sur la base d'autres critères, le nombre moyen d'entreprises écartées est aussi égal à 13. Globalement, l'analyse normative conduit donc les investisseurs à identifier un nombre très restreint d'entreprises coupables de violations graves, avérées et n'ayant pas mis en place les mesures appropriées. Les démarches d'exclusion normative ont un impact limité sur des univers d'investissement généralement constitués de plus de 1000 titres et donc sur les processus de gestion. Cela peut donc faciliter l'extension d'exclusions de ce type à l'ensemble des actifs. À titre de comparaison, le filtre d'exclusion normative mis en place par Dexia AM sur ses fonds ISR conduit à écarter environ 5% des entreprises analysées, tandis que son filtre ISR *best-in-class* ne garde que 35 % des sociétés analysées dans son univers d'investissement ISR. Le fonds norvégien exclut quant à lui environ 0,3% de son univers d'investissement avec son filtre normatif.

En termes de proportion, les agences de notation extra-financière donnent des résultats similaires si l'on considère les entreprises coupables de graves violations et n'ayant pas pris les mesures appropriées pour y remédier. À travers son outil Convention Watch,

EIRIS recense par exemple une soixantaine d'entreprises (hors producteurs de MAP et BASM) n'ayant pas apporté de réponse ou une réponse « limitée » à au moins une violation identifiée avec un degré de risque « fort » sur un univers d'environ 3000 entreprises dans le monde (hors pays émergents), soit un taux de 2%. Ce taux est sensiblement plus élevé sur les 700 entreprises analysées dans les pays émergents puisqu'il atteint 10%. De même, l'analyse menée par MSCI pour son outil ESG Impact Monitor conduit à attribuer un feu « rouge » à une cinquantaine d'entreprises (sur un univers international de 2350 entreprises environ dont 750 dans les pays émergents). En revanche, si l'on considère les entreprises faisant l'objet d'une allégation de violation de normes avérée (mais non répétée, systématique ou ayant fait l'objet de mesures correctives), pour MSCI, plus de 700 entreprises tombent dans cette catégorie (feu « jaune »).

### **Une convergence limitée entre les listes d'exclusion**

La compilation des listes d'exclusion hors MAP et BASM des quinze investisseurs de notre panel conduit à recenser pas moins de 120 entreprises différentes. Près des trois quarts d'entre elles ne sont exclues que par un seul acteur du panel et seules les seize entreprises listées p.24 le sont par au moins 20% d'entre eux. Pourtant, la majorité des investisseurs ayant une démarche d'exclusions normatives s'appuient sur un même corpus de normes internationales et les exclusions pratiquées par certains d'entre eux, comme le fonds norvégien, disposent d'une forte notoriété. Or, rares sont les entreprises dont l'exclusion fait consensus parmi les investisseurs.

Les entreprises impliquées dans la production de MAP et BASM (p.26) réconcilient davantage les investisseurs : huit d'entre elles sont exclues par au moins 80% du panel. Cependant, la liste des entreprises exclues n'est pas universelle : le fonds norvégien exclut huit entreprises pour ces raisons, le gestionnaire néerlandais PGGM en exclut 17 et la banque belge KBC 48 ! La combinaison des exclusions de notre panel aboutit ainsi à une liste de plus de 70 entreprises différentes. Plusieurs raisons peuvent expliquer ces disparités. Tout d'abord, quelques acteurs incluent dans leur liste d'exclusion des entreprises non cotées, ce qui conduit à élargir considérablement le champ des entreprises concernées et explique principalement le grand nombre d'entreprises recensées. De plus, lorsque certains investisseurs considèrent une filiale impliquée dans la production d'armes controversées, d'autres considèrent l'ensemble du groupe ou les deux lorsqu'ils sont cotés. Ainsi, le seuil de participation financière à partir duquel on considère qu'une entreprise est impliquée dans ce type d'armement est vraisemblablement différent d'un investisseur à l'autre. Enfin, lorsqu'une entreprise met fin à son implication dans la production d'armes controversées, des décalages en termes de fréquence d'actualisation des listes ou l'application par les investisseurs d'un principe de précaution peuvent expliquer que celle-ci disparaisse d'un certain nombre de listes d'exclusion et soit toujours présente dans d'autres.

### **Les industries extractives, premier secteur exclu**

Parmi les seize entreprises les plus souvent exclues par les investisseurs (hors MAP et BASM), sept sont des entreprises du secteur extractif. Les risques ESG importants auxquels ce secteur est confronté expliquent sa forte représentation parmi les

entreprises exclues<sup>9</sup>. Plus de 60% des investisseurs recensés excluent ainsi Vedanta Resources pour violation des droits humains ou atteinte à l'environnement. Barrick Gold et Freeport McMoRan sont respectivement exclues par 40% et 33% du panel pour atteinte à l'environnement.

En revanche, la liste des entreprises les plus souvent exclues par le panel contient relativement peu d'entreprises du secteur pétrolier qui font pourtant l'objet de nombreuses controverses. Les producteurs de pétrole et de gaz sont ainsi les premiers concernés par l'outil Convention Watch d'EIRIS, en nombre d'entreprises mais aussi en nombre de violations graves sans réponse de la part de l'entreprise. Ceux-ci sont principalement accusés de pollutions et de violations des droits de l'Homme.

PetroChina et Chevron, exclues par 27% des investisseurs du panel, et Total par 20% d'entre eux, sont les plus représentées. En revanche, des entreprises pétrolières telles que BP, Exxon Mobil ou Royal Dutch Shell ne sont exclues que par un à deux acteurs du panel seulement. La société de gestion danoise Sparinvest est par exemple le seul investisseur du panel à exclure Royal Dutch Shell de ses fonds ISR. Dans son reporting, Sparinvest explique que ses positions ont été vendues fin 2010 conformément aux recommandations de l'agence de notation extra-financière Ethix. Cette dernière a placé Royal Dutch Shell sous « feu rouge » notamment en raison des dégâts environnementaux causés par des fuites de pétrole et ses pratiques de torchage du gaz au Nigéria. Ethix a d'ailleurs également placé la société Eni Spa sous « feu orange » en raison de sa participation de 5% dans la coentreprise dirigée par Royal Dutch Shell au Nigéria.

Par ailleurs, excepté Wal-Mart qui est exclu par plus de 50% du panel pour non respect des droits du travail, la grande distribution, tout comme l'industrie agroalimentaire, sont quasiment absentes des listes d'exclusions, alors que certaines entreprises de ces secteurs sont pourtant souvent accusées de manquements aux droits du travail.

Notons enfin que l'exclusion d'une entreprise peut être motivée par diverses raisons. BAE Systems apparaît ainsi dans les deux tableaux, exclue soit pour production de BASM, soit pour corruption.

## Quel levier sur les entreprises ?

L'impact direct des démarches d'exclusion normative sur les pratiques RSE des entreprises ciblées paraît faible. En effet, bien qu'un nombre croissant d'investisseurs institutionnels appliquent des exclusions normatives à l'ensemble de leurs actifs, ce qui représente des capitaux considérables (plus de 2000 milliards d'euros), ces approches n'aboutissent pas pour autant à un assèchement des capitaux pour les entreprises controversées. D'une part parce que les investisseurs adoptant ce type de démarches ne représentent pas des capitaux assez importants à l'échelle mondiale pour qu'une entreprise voie des sources de financement se tarir, et d'autre part parce que ces investisseurs n'excluent pas tous les mêmes entreprises. Le cas de Wal-Mart, géant américain de la distribution, exclu par plusieurs investisseurs pour ses pratiques

---

<sup>9</sup> Pour plus d'informations, consultez l'étude « [Secteur minier coté et risques ESG](#) », Novethic, septembre 2011.

antisyndicales ou discriminatoires, démontre qu'une entreprise, aussi controversée soit-elle, peut voir son cours de bourse grimper... même au plus fort de la crise financière.

Pour autant, ces démarches, lorsqu'elles sont publiques, peuvent mettre l'entreprise dans une situation inconfortable en menaçant son image et l'inciter à porter une attention particulière aux demandes des investisseurs. L'exclusion normative peut ainsi constituer un moyen d'interpeller l'entreprise et d'ouvrir un dialogue, voire d'initier une démarche d'engagement auprès d'elle pour que celle-ci améliore ses pratiques sociales, environnementales ou sa politique en matière de lutte contre la corruption. L'annonce publique de la Fondation Ethos en juillet 2011 sur sa décision d'exclure la société minière Glencore et son impact médiatique ont par exemple poussé l'entreprise à réagir. Elle a engagé le dialogue avec Ethos, publié son premier rapport développement durable et annoncé qu'elle ralliait l'Initiative pour la transparence des industries extractives (EITI) en septembre 2011 !

Mais ceci n'est possible que si la démarche d'exclusion d'une entreprise est rendue publique ou a minima si elle est communiquée à l'entreprise ciblée par l'investisseur.

### Les producteurs de MAP et BASM

Sans qu'il soit possible à ce stade d'établir un lien direct avec les démarches d'exclusion mises en œuvre par de grands investisseurs internationaux, on constate que certaines entreprises, y compris dans des pays n'ayant pas ratifié les traités sur les armes controversées, ont cessé toute activité liée aux mines antipersonnel et bombes à sous-munitions.

Le fonds norvégien a par exemple annoncé, en mars 2011, avoir eu la confirmation que la société américaine L-3 Communications, commercialisant des équipements électroniques à usage militaire notamment, ne produisait plus de composants destinés à la fabrication de bombes à sous-munitions. L'entreprise, exclue par le fonds depuis 2005, a donc été réintégrée à son univers d'investissement. ABP, le plus gros fonds de pension néerlandais dédié aux fonctionnaires, en a fait de même lors de la mise à jour de sa liste d'exclusion publiée en janvier 2012. Le fonds de pension a également annoncé à cette occasion avoir retiré General Dynamics, Magellan Aerospace, Valentec Systems et Zodiac Aerospace de sa liste d'exclusion.

### Une réponse des investisseurs cohérente avec les attentes de la société civile

Les listes d'entreprises exclues pour violations de normes par les investisseurs font apparaître une certaine convergence avec les entreprises pointées du doigt par les ONG pour leurs pratiques jugées inacceptables. L'ONG BankTrack publie par exemple une liste « non exhaustive » de grands projets internationaux et d'entreprises qu'elle considère coupables de violations des droits humains. Il est intéressant de constater que sur les 27 « *dodgy companies* » recensées par l'ONG, 12 sont exclues par au moins un des investisseurs du panel présenté précédemment.

D'une part, les investisseurs s'appuient notamment sur les rapports ou les alertes d'ONG lors des analyses réalisées en amont des exclusions normatives, voire choisissent explicitement de s'appuyer sur le travail d'ONG reconnues pour identifier les entreprises à exclure. Sur son site Internet, LBPAM cite par exemple les rapports publiés en 2005 par

les deux ONG Handicap International et Human Rights Watch pour justifier le choix des entreprises exclues pour leur implication dans la production de MAP et BASM.

D'autre part, certains investisseurs construisent leur propre approche d'exclusions normatives en y associant des représentants de la société civile. Allianz GI a par exemple été parmi les premières sociétés de gestion en France à initier des exclusions sur le critère des droits de l'Homme pour ses fonds ISR à partir de 2002. Elle s'appuie pour cela sur un « Comité d'orientation ISR » composé de représentants de la société civile. C'est aussi le cas pour le fonds ISR « Libertés et Solidarité » de LBPAM : le non-respect des critères d'évaluation issus de l'outil Convention Watch d'EIRIS est validé par la Fédération internationale des ligues des droits de l'Homme (FIDH). Ces critères, tout d'abord concentrés sur le respect des droits de l'Homme en lien avec l'activité de l'ONG, ont progressivement été élargis à la lutte contre la corruption et aux atteintes à l'environnement.

Ainsi, appliquée aux fonds ISR, l'exclusion normative est un moyen de répondre aux critiques adressées à la sélection *best-in-class* à qui l'on reproche un certain « lissage » des pratiques ESG des émetteurs en compensant de très mauvaises pratiques sur certains critères de notation par de bonnes notes sur les autres. Dès lors, la mise en place d'exclusions normatives ne constitue pas seulement un complément à l'approche *best-in-class* mais une garantie minimale quant à la crédibilité d'une approche ISR. Cet argument est notamment avancé par le Réseau Financement Alternatif (RFA) en Belgique pour inciter le gouvernement à mettre en place une exigence minimale pour qu'un fonds puisse être qualifié d'ISR (voir encadré p.23). L'analyse normative permet alors d'isoler des pratiques ESG inacceptables et peut-être de répondre ainsi aux attentes des clients particuliers et plus largement aux attentes de la société civile pour qui les approches *best-in-class* restent peu convaincantes.

## IV.

# Les limites de l'exercice

### Un périmètre restreint

Si les investisseurs appliquent fréquemment des exclusions normatives à l'ensemble de leur gestion d'actifs, il existe cependant une exception : la gestion indicielle. Or, non seulement une part croissante des actifs institutionnels est allouée à de la gestion indicielle, mais de plus, du fait notamment de la taille de leur capitalisation boursière, la plupart des entreprises qui font l'objet d'exclusions normatives figurent dans les principaux indices boursiers mondiaux.

Ainsi, parmi les vingt premières entreprises exclues pour violations des droits humains, atteintes à l'environnement ou corruption recensées dans cette étude, sept font partie du S&P 100 ou du FTSE 100 (BAE Systems, Chevron, Freeport, Halliburton, Rio Tinto Vedanta et Wal-Mart,) et PetroChina appartient aux indices régionaux S&P Asia 50 et MSCI Asia Index. De même, en ce qui concerne les entreprises liées aux armements controversés, trois apparaissent dans le S&P 100 ou le FTSE 100 (General Dynamics, Lockheed Martin et Raytheon) et Singapore Technologies Engineering appartient aux indices STI et Stoxx Asia/Pacific 600.

De plus, même les lois interdisant le financement des activités liées aux mines antipersonnel et bombes à sous-munitions, comme en Belgique ou en Irlande, font explicitement de la gestion indicielle une exception. Ceci constitue donc une limite importante aux démarches d'exclusions normatives, que ce soit en termes de risque de réputation pour les investisseurs ou de levier sur les entreprises. C'est à cette limite que s'attaquent l'ONG néerlandaise IKV Pax Christi et la belge Netwerk Vlaanderen dans leur troisième étude sur le financement des BASM publiée en mai 2011 intitulée "Worldwide Investments in Cluster Munitions; a shared responsibility"<sup>10</sup>. Elles expliquent que dans la mesure où certains investisseurs se contentent de mettre en œuvre des exclusions dans leur gestion active, ces dernières ne peuvent être efficaces qu'à condition d'être étendues aux fonds indiciels, ce qui ne pose pas de vrai problème technique.

Aujourd'hui les grands promoteurs d'indices offrent des produits adéquats : MSCI a lancé en juin 2011 une série de neuf indices excluant les armements controversés (MAP, BASM, armes chimiques, biologiques et à l'uranium appauvri) et a noué un partenariat avec la société de gestion BlackRock, l'un des premiers fournisseurs mondiaux d'ETF sous la marque iShares. MSCI propose également un indice « custom » écartant les entreprises coupables de violations des droits de l'Homme basé d'une part sur les

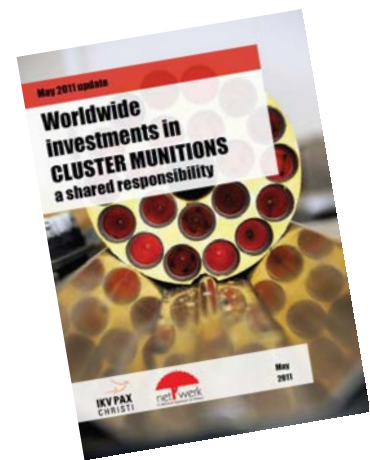
---

<sup>10</sup> [http://www.ikvpaxchristi.nl/UK/below\\_thematic\\_security\\_and\\_disarmament\\_cluster\\_munition\\_home\\_stop\\_explosive\\_investments.htm](http://www.ikvpaxchristi.nl/UK/below_thematic_security_and_disarmament_cluster_munition_home_stop_explosive_investments.htm)

données du service MSCI ESG Impact Monitor et d'autre part sur un screening des opérations conduites dans les régimes oppressifs faisant l'objet de campagnes de désinvestissement aux États-Unis (Iran, Myanmar et Soudan). Auparavant, FTSE avait déjà créé dès 2009 un indice excluant les armements controversés à la demande de la société de gestion F&C Investments.

Le développement d'indices intégrant des exclusions, en particulier s'ils impactent des entreprises implantées dans des États n'ayant pas ratifié les principales normes internationales, permettra d'offrir aux investisseurs la possibilité d'étendre leur politique d'exclusions normatives à l'intégralité de leurs actifs. Parallèlement, chez les gestionnaires, les démarches cantonnées aux fonds ISR devraient progressivement laisser la place à des exclusions appliquées à toutes les gestions.

Outre la gestion indicielle, d'autres champs d'activités financières restent parfois ignorés par les politiques d'exclusions normatives : les filiales de gestion spécialisées et les banques de financement et d'investissement (BFI). L'étude d'IKV Pax Christi et Netwerk Vlaanderen met ainsi en évidence 166 institutions qui finançaient toujours en 2011 sous différentes formes l'un des huit producteurs de BASM ciblés dans l'étude. Un certain nombre de banques françaises ayant pourtant pris des engagements pour respecter la Convention d'Ottawa et le Traité d'Oslo figurent sur ce « mur de la honte », malgré les efforts de certaines d'entre elles pour adopter des politiques ad hoc. AXA, BNP Paribas, Crédit Agricole, Natixis et Société Générale sont ainsi accusées de financer des producteurs de BASM, principalement via des actions ou obligations détenues par l'une de leurs filiales ou via leur participation à des opérations financières par le biais de leur BFI. Ainsi, pour les groupes bancaires ou d'assurance, se pose la question de politiques transversales à l'ensemble des métiers : à quoi bon exclure Textron de son univers de gestion actions et lui accorder un prêt dans le cadre de la BFI ? Il existe d'ores et déjà des initiatives qui laissent présager de meilleures pratiques : le groupe BNP Paribas a ainsi défini des politiques sectorielles (armes controversées, huile de palme...) qui se veulent déclinées par l'ensemble des métiers, BFI et gestion d'actifs en tête.



Étude d'IKV Pax Christi et Netwerk Vlaanderen sur l'investissement dans les armes controversées

## Des besoins de recherche importants

Les exclusions initiées par le fonds norvégien sont emblématiques de l'importante phase de recherche qui les sous-tend : à chaque dossier d'exclusion est associée une étude de plusieurs dizaines de pages qui fait appel à de nombreuses agences et consultants avant d'aboutir à une décision du Conseil d'éthique. D'autres acteurs confirment que l'exploitation des bases de données spécialisées telles que RepRisk ou Factiva nécessite un travail conséquent. Celles-ci regorgent en effet de controverses touchant plus ou moins directement la quasi-totalité des grandes entreprises cotées.

S'il est effectivement crucial que les exclusions, en particulier lorsqu'elles sont rendues publiques et émanent d'un grand investisseur international, s'appuient sur des faits précis et confirmés, ceci constitue indéniablement un frein quant au nombre de dossiers qui peuvent être initiés par chaque investisseur.

## Un manque de communication publique

Une fois la décision prise d'exclure une entreprise pour violation de norme, sa communication publique demeure un point de divergence entre les investisseurs des différents pays. Si les investisseurs nordiques (KLP, fonds norvégien...) ou encore KBC en Belgique ne rechignent pas à publier la liste des titres exclus, et même celle des entreprises mises sous surveillance, ceci est loin d'être la règle concernant les investisseurs français. L'absence de communication est généralement justifiée par deux arguments : soit la démarche est trop récente, soit il s'agit d'une approche destinée à parer aux controverses et n'appelant donc pas de publicité.

Pourtant, la communication des exclusions détermine l'impact qu'elles auront sur les entreprises et conditionne donc les objectifs qui leur sont associés. S'il s'agit uniquement pour un investisseur de préserver sa réputation, ce qui est, par exemple, le cas du FRR, alors la communication peut ne pas sembler indispensable. En revanche, l'impact sur les entreprises de démarches de « name and shame », à l'image de celles adoptées par le fonds norvégien, suppose une communication publique, ou au moins une communication auprès de l'entreprise concernée. Or très rares sont les initiatives de ce type parmi les investisseurs ISR français. Sur ce point, la question des conflits d'intérêts peut également être soulevée : les investisseurs institutionnels sont plus enclins à communiquer leurs exclusions que les sociétés de gestion qui sont très rares à le faire.

En revanche, l'exclusion des producteurs de MAP et BASM diffère des autres types d'exclusion puisque nombre d'investisseurs institutionnels (fonds norvégien, KLP...) et de sociétés de gestion (KBC, PGGM, Robeco...) l'ont formalisé dans leur politique d'investissement et publient la liste des entreprises concernées, à l'exception des Français puisque seuls deux d'entre eux publient leur liste d'exclusions (le FRR et LBPAM).



# Conclusion

Appliquées par un nombre croissant d'acteurs financiers en Europe, les exclusions normatives sont avant tout le fait d'investisseurs institutionnels soucieux de préserver leur réputation. Elles peuvent également s'avérer sources d'identification de risques extrêmes sans restreindre de façon significative l'univers d'investissement. Souvent déclinées par les investisseurs à la totalité de leurs actifs, les exclusions normatives offrent enfin l'avantage de répondre aux attentes de la société civile d'un investissement responsable qui affiche ses différences.

Pour autant, les démarches d'exclusions normatives actuelles présentent encore certaines lacunes. D'une part, leur portée est limitée puisque seule une poignée d'entreprises a des pratiques jugées suffisamment graves pour être exclues des univers d'investissement internationaux. De plus, la définition d'un socle commun de normes ne conduit pas les investisseurs à exclure les mêmes entreprises. Dès lors, cela limite la portée de ces listes noires auprès des entreprises concernées. En outre, nombre d'investisseurs ne communiquent pas publiquement sur leur démarche d'exclusion, voire même ne la communiquent pas aux entreprises concernées, ce qui ne crée donc ni pression, ni alerte pour l'entreprise exclue ! Enfin, la gestion indicielle, qui représente une part croissante des allocations d'actifs des investisseurs européens, fait très rarement partie du périmètre d'application des exclusions normatives.

Ceci dit les évolutions peuvent être rapides. Inconcevable il y a dix ans, rejetée par nombre d'investisseurs il y a encore cinq ans, l'exclusion des investissements dans les producteurs d'armes controversées est en train de se généraliser. Portée par la société civile ainsi que par des textes ratifiés par de nombreux pays, leur exclusion est aujourd'hui relativement consensuelle même s'il est loin d'exister une liste unique d'entreprises exclues.

En ce qui concerne les fonds ISR, les exclusions normatives sont un bon complément aux autres approches telles que la sélection *best-in-class* ou l'engagement. En écartant les entreprises les plus controversées, elles pourraient contribuer à crédibiliser l'ISR auprès de ceux que la présence de ces entreprises dans ces fonds déconcerte. En revanche, sans impact plus important sur les univers d'investissement et les entreprises, il semble difficile de considérer les exclusions normatives comme une démarche ISR à proprement parler.

# Exclusions Normatives

## Investisseurs responsables face aux entreprises controversées

Une étude réalisée par  
Dominique Blanc et Aela Cozic,  
Centre de recherche ISR.

Filiale de la Caisse des Dépôts, Novethic est un centre de recherche et d'expertise sur l'Investissement Socialement Responsable (ISR) et un média expert sur le développement durable. Créé en 2001, Novethic est aujourd'hui l'unique source de statistiques sur le marché français de l'ISR. Le centre de recherche ISR analyse d'un point de vue quantitatif et qualitatif la progression de la prise en compte de critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance (ESG) dans la gestion d'actifs et y consacre des études thématiques. Depuis 2009, Novethic labellise les fonds ISR disponibles sur le marché français.



Novethic  
56, rue de Lille  
75007 PARIS  
Tel : +33 (0)1 58 50 98 14  
Fax : +33 (0)1 58 50 00 30  
E-mail : [info@novethic.fr](mailto:info@novethic.fr)  
[www.novethic.fr](http://www.novethic.fr)