

Investissement socialement responsable : l'heure du tri

Synthèse • **Septembre 2010**

Par Soisic Rivoalan et Yann Louvel
Les Amis de la Terre France

www.amisdela Terre.org



**Les Amis
de la Terre**

I. Cadre de l'étude

Les Amis de la Terre mènent depuis 1996 une campagne sur les institutions financières publiques (Banque mondiale, Banque européenne d'investissement, Coface). En 2005, la campagne s'est élargie aux acteurs financiers privés. Les politiques climatiques et énergétiques des banques et assurances françaises ont été passées au crible avec la publication en 2007 du rapport *Banques françaises, banques fossiles ?*¹, et en 2008 du rapport *Assurances françaises : changements climatiques garantis ?*². L'étude *Investissement socialement responsable : l'heure du tri* poursuit ce travail d'analyse des activités de la finance privée en étudiant plus spécifiquement la gestion d'actifs, et plus précisément un nouveau phénomène financier : l'investissement socialement responsable (ISR).

L'insoutenable légèreté de la finance

L'année 2008 marque le début d'une crise financière sans précédent provoquée par la crise des *subprimes*, ces crédits hypothécaires contractés par des millions de foyers américains insolubles durant les années 2000. L'irresponsabilité des institutions financières a alors été dénoncée de toutes parts³. Depuis une vingtaine d'années, deux éléments ont dessiné l'insoutenabilité du fonctionnement de la finance et de l'économie mondiale :

- **Une grande opacité et complexité** s'est installée au cœur des marchés financiers à travers le développement des marchés dérivés. Une sphère marchande inédite a été créée, au sein de laquelle s'échangent des produits financiers détachés des activités de production, de commercialisation ou de consommation. En 2007, la valeur des dérivés de gré à gré s'élevait à environ 596 000 milliards de dollars, soit plus de 10 fois le PIB mondial. Ces marchés de dérivés ont augmenté les risques systémiques ;
- **Une quête effrénée de profits à court-terme.** Les investisseurs recherchent des rendements toujours plus élevés à très court-terme, avec pour conséquence une absence de prise en compte des impacts sociaux et environnementaux de leurs activités. Au contraire, elle amène à un affaissement des standards en la matière. Les visions de long-terme, voire même de moyen-terme, sont occultées par la recherche de « création de valeur » immédiate.

Les acteurs de la finance ont oublié le rapport originel existant entre leur métier et l'économie réelle. Les activités financières ont pourtant un impact concret sur l'économie. Aujourd'hui, les risques sont à la mesure de la taille de ces marchés financiers et les dérivés sont susceptibles de créer des crises majeures, comme celle que nous connaissons, mais aussi un risque systémique. Tout investissement suppose pourtant une vision de l'avenir. Le financement de l'économie doit être aiguillé tel qu'il permette le développement d'un modèle économique soutenable écologiquement et socialement. Ce court-termisme économique ne permet pas, par exemple, le financement des transitions énergétiques pourtant absolument nécessaires.

La recherche du rendement financier à court terme, ne prenant aucunement en compte les impacts sociaux et environnementaux, ne peut être la norme déterminant les comportements d'investissement car elle est totalement incompatible avec la construction de sociétés soutenables. Dans ce contexte, l'investissement socialement responsable (ISR) est désigné comme un moyen de se réapproprier et de réorienter l'économie, de façon à ce qu'elle soit moins nocive. Mais l'investissement socialement responsable permet-il vraiment de relever ce défi ?

1/ *Banques françaises, banques fossiles ?*, Les Amis de la Terre, Mars 2007.

2/ *Assurances françaises : changements climatiques garantis ?*, Les Amis de la Terre, Décembre 2008.

3/ *Déclaration d'El Escorial sur les banques et la crise financière*, BankTrack et les Amis de la Terre, Novembre 2008.

La Fédération des **Amis de la Terre France** est une association de protection de l'Homme et de l'environnement, à but non lucratif, indépendante de tout pouvoir politique ou religieux. Créée en 1970, elle a contribué à la fondation du mouvement écologiste français et à la formation du premier réseau écologiste mondial – Les Amis de la Terre International – présent dans 77 pays et réunissant 2 millions de membres sur les cinq continents. En France, les Amis de la Terre forment un réseau d'une trentaine de groupes locaux autonomes, qui agissent selon leurs priorités locales et relaient les campagnes nationales et internationales sur la base d'un engagement commun en faveur de la justice sociale et environnementale.

Pour nous contacter :

Les Amis de la Terre France

2B, rue Jules Ferry • 93100 Montreuil

Tél. : 01 48 51 32 22 • Fax : 01 48 51 95 12

Mail : france@amisdelaterre.org

Définir l'investissement socialement responsable



Novethic⁴ définit ainsi l'investissement socialement responsable (ISR) : « *L'investissement socialement responsable rassemble toutes les démarches d'intégration de critères extra-financiers aux divers modes de gestion financière* ». Les gestionnaires d'actifs pratiquant un investissement dit socialement responsable prennent en compte – en plus des critères purement financiers – des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance⁵ dans la sélection des actifs financiers et/ou dans la gestion de ces actifs. Le critère de rentabilité est doublé du critère dit de « responsabilité ».

En 2009, en France, les fonds ISR représentent 50,7 milliards d'euros⁶. Ce chiffre est en constante hausse : entre 2008 et 2009, le volume des encours ISR a augmenté de 70 %, représentant ainsi 1,9 % des actifs sous gestion en France. Au-delà même des fonds dits socialement responsables, notons par ailleurs que la tendance actuelle est à l'« ISRisation » des fonds classiques, c'est-à-dire à la prise en compte de certains critères extra-financiers dans le choix des actifs en portefeuille.

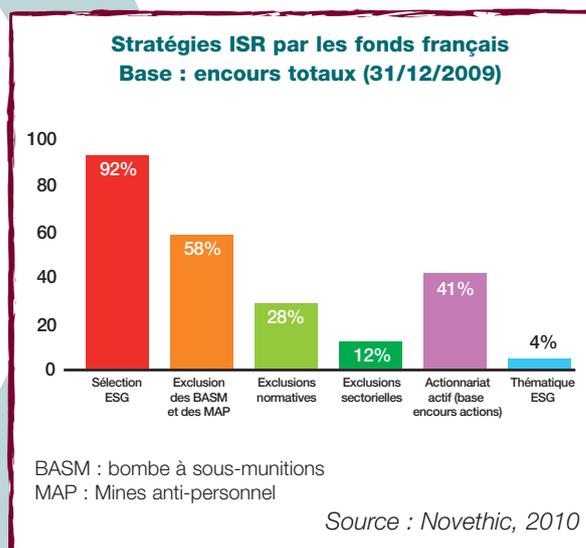
Un univers hétérogène

Pourtant, la réalité de l'ISR est assez complexe car ce sigle englobe des pratiques hétérogènes. Quatre types de fonds peuvent ainsi être distingués :

- **Les fonds « best in class »** : la construction de ces fonds consiste à sélectionner les « meilleurs élèves » de chaque secteur (en fait les moins mauvais). Cette approche permet la diversification sectorielle du portefeuille et donc, a priori, la dilution du risque financier. Elle représente la majorité de l'ISR français ;
- **Les fonds d'exclusion** : pour des raisons religieuses ou éthiques, des actifs de certains secteurs sont exclus : l'armement et le tabac (exclusion sectorielle) et/ou des actifs correspondant à des entreprises qui ne respectent pas des traités internationaux (exclusion normative) ;

- **Les fonds thématiques** : ces fonds regroupent les entreprises actives dans un domaine donné, comme les énergies renouvelables, l'épuration des eaux ou la santé ;
- **Les fonds d'engagement** : les gestionnaires de portefeuilles s'engagent à utiliser leurs pouvoirs d'actionnaires pour faire pression sur les entreprises afin que celles-ci améliorent leurs pratiques sociales, environnementales et de gouvernance.

Par ailleurs, des actifs très divers se retrouvent au sein de ces différents types de fonds. Les fonds ISR peuvent être investis sur le marché des actions, le marché obligataire et/ou le marché monétaire. Le monde de l'ISR est d'autant plus hétérogène que les méthodes d'analyse et les filtres extra-financiers appliqués aux actifs à sélectionner sont plus ou moins stricts selon les gestionnaires des fonds.



4/ Novethic, filiale de la Caisse des dépôts et consignations, est un centre de recherche sur la Responsabilité sociale et environnementale des entreprises (RSEE) et sur l'Investissement socialement responsable (ISR), ainsi qu'un média expert sur le développement durable.

5/ Les critères extra-financiers (environnement, social, gouvernance) sont communément appelés *Critères ESG*.

6/ Les chiffres 2009 du marché français de l'ISR, Novethic, 2010.

Une absence de régulation

L'hétérogénéité qui caractérise l'univers de l'investissement socialement responsable s'explique par le fait que l'ISR s'est développé de façon désordonnée, selon les initiatives propres à différents gestionnaires d'actifs. Il n'existe aucune définition légale, ni même harmonisée de l'ISR. Le seul texte amenant un semblant d'autorégulation est le Code de transparence proposé par l'Association française de gestion financière (AFG) et le Forum pour l'investissement responsable (FIR). Ce code applicable pour les fonds ISR ouverts au public n'a de caractère obligatoire que pour les membres de l'AFG. Il amène auprès des gestionnaires d'actifs une exigence minimale de transparence et d'information, mais ne régule pas l'appellation « ISR ».

Cette hétérogénéité des pratiques et l'absence de régulation a pour conséquences une certaine opacité et le fait que les citoyens/épargnants et les investisseurs ne peuvent pas décider d'effectuer leurs placements en fonction de l'impact réel de leur investissement. De leur côté, les gestionnaires d'actifs peuvent voir dans le sigle ISR une façon d'améliorer leur image, sans modifier radicalement leurs pratiques.

La démarche des Amis de la Terre

L'étude Investissement socialement responsable : l'heure du tri a pour objectifs :

- d'évaluer le degré réel de responsabilité des fonds ISR français ;
- de répertorier les pratiques que nous considérons comme élémentaires pour l'investissement socialement responsable ;
- de faire des recommandations en matière d'investissement aux gestionnaires d'actifs, aux citoyens/épargnants et aux parties prenantes.

Méthodologie et périmètre de l'étude :

L'analyse de l'adéquation entre la réalité de la pratique et les revendications de responsabilité des fonds ISR a été réalisée en deux temps :

1 – L'analyse quantitative menée sur la composition des portefeuilles d'OPCVM ISR. Pour cela, l'intégralité de la composition de chaque fonds ISR a d'abord été compilée. Notons que l'extraction a été faite au cours du mois d'avril 2010. Ainsi, selon la fréquence d'actualisation des sociétés de gestion, elle concernait la composition du fonds à la date du mois de septembre 2009 jusqu'à la date du mois d'avril 2010. Par la suite, 15 entreprises ayant des pratiques sociales et/ou environnementales irresponsables ont été identifiées. Enfin, un traitement statistique a permis d'identifier les fréquences d'apparition des actifs controversés au sein des fonds ISR ainsi que les OPCVM les moins responsables.

Les fonds analysés sont les fonds labellisés par Novethic en 2009. Ce périmètre a été choisi car le label Novethic cible les fonds destinés au moins en partie aux particuliers et non les fonds exclusivement dédiés aux investisseurs institutionnels. De plus, la labellisation atteste que les gestionnaires d'actifs garantissent la transparence de leurs fonds d'investissement responsable et assure notamment le libre accès à la composition intégrale des portefeuilles. Ce périmètre d'étude a été retenu car la transparence est le critère de base d'un produit responsable. Notons que nous avons parfois fait face à des difficultés pour accéder à la composition de l'intégralité de certains portefeuilles pourtant labellisés.

2 - L'étude qualitative des méthodes d'analyse extra-financière des actifs. Pour cela, des entretiens ont été menés auprès des principaux acteurs de l'ISR en France, puis les pratiques existantes de notation ESG ont été analysées (agences de notation principalement concernées : Vigeo et Ethifinance).



Le label ISR de Novethic

Chaque année, Novethic décerne un label ISR aux fonds disponibles aux particuliers et qui remplissent certaines conditions. Les fonds doivent respecter des critères de transparence : transparence du processus de sélection, reporting extra-financier régulier et publication de l'intégralité du portefeuille. Aussi, 90 % du portefeuille doit faire l'objet d'une analyse environnementale, sociale et de gouvernance. En 2009, 92 fonds et 25 gestionnaires d'actifs ont reçu la labellisation de Novethic. Ce label constate un effort en matière de transparence ainsi que l'existence d'une analyse extra-financière des actifs, mais il ne garantit pas la qualité de cette analyse extra-financière et donc l'exigence de responsabilité du fonds.

2. Evaluation de la composition des fonds ISR : une irresponsabilité accablante

L'exigence minimale de transparence ayant été certifiée, nous avons choisi d'analyser les 89 fonds labellisés ISR par Novethic en 2009 (92 fonds initialement, avant que 3 fonds de Dexia ne soient fusionnés avec des fonds existants). Afin d'évaluer leurs degrés de « responsabilité », nous avons sélectionné 15 entreprises ayant eu des comportements socialement irresponsables dans une période récente, puis nous avons analysé les portefeuilles d'actifs des 89 fonds afin de déterminer à quelles fréquences apparaissent ces actifs dans ces fonds dits « socialement responsables ».

Les entreprises controversées

Plusieurs critères ont déterminé le choix de ces 15 entreprises :

- **Le secteur d'activité** : l'échantillon doit être représentatif des secteurs d'activités présents au sein des fonds indiciels classiques et ISR ;
- **La capitalisation boursière de l'entreprise** : elle doit être supérieure à 1 milliard d'euros (*large caps*) ;
- **L'implication récente dans des controverses** : entre 2008 et 2010 ;
- **La reconnaissance publique** : controverses soulevées par des ONG reconnues et reprises par les médias et/ou par les pouvoirs publics.

Notre sélection pose le problème plus général de la responsabilité sociale et environnementale des entreprises et des pratiques des multinationales (cf. encadré page 6). Les scandales touchant chacune des quinze entreprises sont symptomatiques du modèle de développement des entreprises multinationales. Notre choix final illustre ces dérives.

La sélection finale

Les controverses dans lesquelles sont impliquées les quinze entreprises sélectionnées sont détaillées dans le tableau page 6. Nous retrouvons ainsi trois entreprises financières : AXA, BNP Paribas et Deutsche Bank, impliquées dans le financement de projets et/ou la détention d'actions d'entreprises controversées. Cinq énergéticiens ont également été retenus : Total, BP et Royal Dutch Shell, sociétés pétrolières multinationales, notamment responsables de dégradations environnementales majeures quand pour Areva et GDF Suez, deux fleurons de l'industrie française, le mépris des populations locales des pays dans lesquels ils interviennent est avéré. Les sept entreprises restantes mènent indifféremment des politiques managériales et sociales inhumaines (France Télécom), participent à des projets industriels scandaleux (Andritz, Rio Tinto) ou commercialisent des produits menaçant la biodiversité et la souveraineté alimentaire (Bayer).

Les résultats de l'analyse

Présence des entreprises sélectionnées (parmi les 89 fonds ISR)					
GDF Suez	56	Royal Dutch Shell	25	Total	15
BNP Paribas	49	Novartis	23	Deutsche Bank	14
AXA	43	BMW	18	Rio Tinto	14
Bayer	32	Nestlé	18	Andritz	11
France Télécom	26	BP	16	Areva	7

Chaque entreprise de notre sélection apparaît entre 7 fois (pour Areva) et 56 fois (pour GDF Suez) parmi les 89 fonds ISR analysés. L'exemple de BNP Paribas illustre l'omniprésence des multinationales socialement irresponsables au sein des produits ISR. Le premier groupe bancaire français et troisième plus grosse capitalisation boursière du CAC 40 (près de 60 milliards d'euros en 2009) est impliqué dans des projets aux impacts humains et environnementaux lourds (projet pétrolier et gazier de Sakhaline II en Russie, projet de centrale nucléaire de Belene en Bulgarie, expansion du barrage de Theun-Hinboun au Laos, etc.) et détient ou émet des actions ou obligations d'entreprises controversées (producteurs de bombes à sous-munitions, acteurs de l'industrie nucléaire ou des sables bitumineux canadiens, etc.). Pourtant, BNP Paribas apparaît dans les portefeuilles de 49 fonds ISR, alors même que seuls 65 fonds sont susceptibles de recevoir la banque parmi leurs actifs (fonds dont la zone d'investissement initiale inclut potentiellement l'entreprise). Parmi les 36 fonds « best in class », BNP Paribas apparaît à 31 reprises. Pour plus de détails concernant les projets controversés dans lesquels BNP Paribas est impliquée, vous pouvez consulter le site Internet www.secretsbancaires.fr

Une majorité de fonds controversés

Parmi les 89 fonds, 71 fonds comptent dans leurs portefeuilles au moins une des 15 entreprises controversées retenues. Les 18 fonds restants sont des fonds thématiques ou obligataires et/ou des fonds dont la zone d'investissement n'est pas représentée dans notre sélection (exemple : zone Pacifique, zone pays émergents). En revanche, tous les fonds « best in class » dont les zones d'investissement sont l'Europe ou le reste du monde ont parmi leurs actifs au moins une des entreprises.

Entreprises		Controverses
FINANCE		
AXA		<ul style="list-style-type: none"> Pratiques d'investissements irresponsables : détentions d'actions d'entreprises controversées dans différents secteurs : Wilmar (agrocarburants), Suncor Energy (sables bitumineux canadiens), Textron (bombes à sous-munitions), etc.
BNP Paribas		<ul style="list-style-type: none"> Financement de projets controversés : centrale nucléaire de Belene (Bulgarie), projet pétrolier et gazier de Sakhaline II (Russie), expansion du barrage de Theun Hinboun (Laos), etc. Pratiques d'investissements irresponsables : détentions ou émissions d'actions ou d'obligations d'entreprises controversées : Suncor Energy (sables bitumineux canadiens), Wal-Mart (violation du droit syndical), Textron (bombes à sous-munitions), Total (présence en Birmanie), etc.
Deutsche Bank		<ul style="list-style-type: none"> Détention d'actions d'entreprises controversées : Wilmar (agrocarburants), Suncor Energy (sables bitumineux canadiens), Textron (bombes à sous-munitions), Vedanta Resources (violation des droits humains), Total (présence en Birmanie), Wal-Mart (violation du droit syndical), etc.
SANTE		
Novartis		<ul style="list-style-type: none"> Opposition au libre accès aux brevets pour des médicaments vitaux en Inde. Participation à hauteur de 33,3 % au capital de Roche, entreprise impliquée dans des essais cliniques controversés en Chine (organes transplantés provenant de condamnés à mort). Reconnue coupable de discrimination envers les femmes aux Etats-Unis.
Bayer		<ul style="list-style-type: none"> Opposition au libre accès aux brevets pour des médicaments vitaux en Inde. Reconnue responsable de la contamination de stocks américains de riz conventionnels par le riz génétiquement modifié de la firme en raison d'essais en plein champ. Commercialisation d'insecticides soupçonnés d'être responsables de la mortalité élevée des abeilles.
ENERGIE		
Total		<ul style="list-style-type: none"> Présence dans un projet gazier au sud de la Birmanie : violations systématiques des droits de l'Homme par l'armée birmane dans le cadre de la protection des infrastructures et soutien financier au régime birman. Exploitation des sables bitumineux en Alberta (Canada) : déforestation, pollutions des sols et des eaux, fortes émissions de gaz à effet de serre. Torchage du gaz au Nigeria : fortes émissions de gaz à effet de serre et conséquences sanitaires, sociales et environnementales désastreuses. Exploitation du gisement pétrolier de Kashagan (Kazakhstan) : risques énormes de dommages sanitaires et environnementaux.
BP		<ul style="list-style-type: none"> Négligences majeures en matière de sécurité des infrastructures : fuites graves de pétrole d'un oléoduc en Alaska et marée noire inédite dans le Golfe du Mexique après l'explosion de la plateforme Deepwater Horizon. Exploitation des sables bitumineux au Canada.
Royal Dutch Shell		<ul style="list-style-type: none"> Responsable d'une marée noire permanente dans le delta du Niger : destruction des écosystèmes au mépris des populations locales. Un tiers des ressources pétrolières du groupe proviennent des sables bitumineux nord-américains : conséquences humaines et environnementales (déforestation, pollutions des sols et des ressources aquatiques). Implication dans le projet pétrolier et gazier Sakhaline II : risque élevé de marée noire, menace d'espèces protégées en voie d'extinction (baleines grises occidentales).
GDF Suez		<ul style="list-style-type: none"> Participation active de GDF Suez à la construction du barrage Jirau sur le Rio Madeira : déplacement de force de milliers de personnes, défrichement de larges surfaces forestières, risque d'empoisonnement du fleuve au mercure et risque de recrudescence de la malaria, disparition inévitable d'espèces de poissons. Par ailleurs, dans le cadre de ce projet, GDF Suez viole le droit du travail brésilien et les standards internationaux (dont la Convention 169 de l'OIT).
Areva		<ul style="list-style-type: none"> Exploitation de mines d'uranium au Niger au mépris de la santé des travailleurs et du respect de l'environnement du lieu d'extraction : contamination des sols et des eaux et développement de maladies chez les mineurs. Exportation de déchets radioactifs en Russie, sans vérification des conditions de stockage à l'arrivée. Pollution des eaux et rejets de déchets radioactifs en juillet 2008 sur le site du Tricastin (site géré par la Socatri).
AGRO - ALIMENTAIRE		
Nestlé		<ul style="list-style-type: none"> Déforestation en Indonésie : Sinar Mas, l'un des fournisseurs de Nestlé jusqu'en mars 2010, produit industriellement de l'huile de palme et est en partie responsable de la déforestation en Indonésie. Biopiraterie en Afrique du Sud : mise en cause pour être contrevenu tant à la Convention sur la diversité biologique qu'à la législation sud-africaine (non-respect de l'obligation d'un consentement préalable éclairé et d'un partage des avantages lorsque les ressources génétiques de pays en développement sont exploitées).
AUTOMOBILE		
BMW		<ul style="list-style-type: none"> Lobbying agressif et entrave à la réglementation climatique. Type de production automobile fortement émettrice de CO₂.
TECHNOLOGIE		
Andritz		<ul style="list-style-type: none"> Implication dans les projets hydroélectriques géants du Rio Madeira et de Belo Monte en Amazonie : déforestation, déplacement de milliers de personnes, destruction d'habitats naturels, etc. Participation à la construction du barrage d'Illisu en Turquie : déplacement d'au moins 55 000 personnes, destruction d'habitats naturels, inondations de cités millénaires, risques politiques régionaux. Construction de la plus grande usine de pâte à papier (Bell Bay Pulp Mill) en Tasmanie : destruction de 200 000 hectares de forêt primaire, menace d'espèces en voie de disparition, risques de rejets hautement toxiques.
SECTEUR MINIER		
Rio Tinto		<ul style="list-style-type: none"> Participation à l'exploitation de la mine de Grasberg (Indonésie) : contamination des eaux superficielles et souterraines. Exploitation de la mine d'or PT Kilian en Indonésie (Kalimantan) : violences vis-à-vis des populations locales et pollutions des ressources aquatiques. <p>NB : en juin 2008, la compagnie minière a été exclue par le ministère des Finances du fonds souverain norvégien pour cause de « dommages environnementaux sévères ».</p>
TELE - COMMUNICATIONS		
France Télécom		<ul style="list-style-type: none"> Politique sociale et managériale désastreuse : fermeture de sites, suppressions de postes sans plan de sauvegarde de l'emploi, manque de formation des travailleurs, salariés soumis au stress, mobilité forcée (fonctionnelle et géographique). Politique qui a pour conséquence, depuis 2008, de nombreux suicides chez les salariés.

Parmi l'ensemble des fonds analysés, dix se distinguent particulièrement par la densité de présence de firmes multinationales controversées. Ainsi, ces fonds comportent dans leurs portefeuilles des actifs d'au moins 10 des 15 entreprises sélectionnées :

- UFG Sarasin Actions Europe (UFG Sarasin AM) : 12/15
- BNP Paribas Etheis (BNP Paribas Investment) : 10/15
- Parvest Europe Sustainable Development (BNP Paribas Investment) : 10/15
- Dexia Fund Sustainable Equities Europe (Dexia AM) : 11/15
- Dexia Sustainable Europe (Dexia AM) : 10/15
- Dexia Sustainable European Balanced High (Dexia AM) : 10/15
- Dexia Sustainable European Balanced Low (Dexia AM) : 10/15
- Dexia Sustainable Balanced medium (Dexia AM) : 10/15
- Natixis Impact Europe Equities Fund (Natixis AM) : 12/15
- SG Actions Europe ISR (Société Générale Gestion) : 10/15

Le cas des fonds obligataires et thématiques

Les fonds ISR sont investis, pour la majorité, dans des actions ou des obligations d'entreprises dont les pratiques sociales et environnementales sont désastreuses. Mais, suite à notre analyse, nous avons dénombré 18 fonds ne comptant pas en leur sein les entreprises controversées sus-citées. Ces fonds ont des caractéristiques excluant de fait ces entreprises. Ce sont :

- Les fonds dédiés aux obligations d'Etats :

Evaluer les fonds dont les portefeuilles contiennent des obligations émises par des Etats, des collectivités territoriales et des organismes financiers supranationaux, est plus complexe ; mais ces fonds peuvent difficilement revendiquer être « responsables » (voir ci-contre).

- Les fonds thématiques et les fonds dédiés aux petites et moyennes capitalisations :

Les fonds thématiques et les fonds dédiés aux petites et moyennes capitalisations, nous semblent, a priori, plus légitimes à recevoir l'attribut d'« investissement socialement responsable » . Les premiers bénéficient théoriquement d'un filtrage sectoriel strict et permettent – normalement – le financement d'activités en accord avec un modèle économique soutenable et équitable (énergies renouvelables, accès à l'eau potable). Les seconds évitent la participation au capital de grandes entreprises multinationales, qui échappent plus aisément aux contraintes légales et sociales, et dont le pouvoir d'influence est plus fort.

Plusieurs réserves s'imposent néanmoins :

- Les fonds thématiques présentent le risque de fonds « fourre-tout ». La composition des six fonds à thématique environnementale parmi les 89 fonds analysés confirme l'importance de ce risque. Nous avons constaté, dans ces fonds, la présence d'actifs d'entreprises telles que Bouygues, GDF Suez, Michelin, Novartis et AREVA. Ces OPCVM se doivent de n'investir que dans des entreprises dont l'activité est centrée sur l'amélioration de l'environnement (« pure players »). Une entreprise dont seule une partie de l'activité est consacrée aux énergies renouvelables, par exemple, n'a pas sa place dans un fonds thématique environnemental car il est impossible de tracer l'usage fait du capital et des prêts accordés.
- Pour les fonds investissant dans les petites et moyennes capitalisations boursières, le risque de pratiques environnementales et sociales nocives est – a priori – moins élevé, mais l'analyse extra-financière des « small » et « mid caps » ne diffère pas de l'analyse des « large caps ». Elle ne s'avère pas plus pertinente pour ces fonds, les défauts étant les mêmes puisqu'elle ne permet pas une connaissance réelle des pratiques sociales et environnementales des entreprises.

Les fonds dédiés aux obligations d'Etats et de banques multilatérales de développement peuvent-ils être ISR ?

Les fonds dédiés aux obligations d'Etats et de banques multilatérales de développement sont en plein essor car ils revêtent un risque financier moindre. Mais ils posent le même problème que pour les actions des multinationales puisque nombre d'institutions publiques sont impliquées dans des projets controversés.

Les obligations émises par les banques multilatérales de développement ne garantissent en rien des investissements responsables : la Banque européenne d'investissement (BEI) et la Banque mondiale sont en effet régulièrement impliquées dans des projets controversés en Afrique et dans le monde⁷⁻⁸.

Les obligations émises par les Etats soutiennent indirectement des politiques publiques dont les conséquences sociales et environnementales sont loin d'être satisfaisantes, y compris dans les démocraties⁹⁻¹⁰.

7/ Banque européenne d'investissement : six ans de financement du pillage minier en Afrique, Les Amis de la Terre, Novembre 2007.

8/ Institutions financières internationales et climat : la grande hypocrisie, Les Amis de la Terre, Septembre 2009.

9/ Se reporter, par exemple, à l'évaluation du respect des droits de l'Homme et de l'environnement par les Etats de l'Union européenne établie par la Fédération internationale des droits de l'Homme : Les Etats membres de l'UE sous surveillance, FIDH, Mai 2010.

10/ Voir également le Classement mondial de la liberté de la presse 2009, Reporters sans frontières.

3. Evaluation des processus de sélection : des défaillances chroniques et rédhibitoires

Tout en analysant la composition des fonds dits « socialement responsables », nous avons tenté de comprendre les mécanismes en jeu dans la sélection des entreprises et des organismes financés par les fonds ISR. Les processus d'analyses extra-financières des actifs sont-ils pertinents ? Les modes de construction des fonds ISR sont-ils efficaces ?

Les fonds indiciels « best in class » : révélateurs des défaillances

Les fonds dits « best in class » représentent la majorité des fonds ISR français. Le monde de la finance hexagonal se différencie ainsi des pratiques anglo-saxonnes plus « pragmatiques » qui privilégient systématiquement les exclusions sectorielles. La démarche consiste ainsi à sélectionner les « meilleures » firmes de chaque secteur, selon un univers d'investissement donné.

« Best in class » : démarche de progrès...

Les gestionnaires de fonds « best in class » présentent cette démarche comme une « démarche de progrès ». En effet, elle doit permettre d'agir sur le comportement social et environnemental des entreprises cotées via deux leviers :

- **L'analyse des entreprises** : Le fait que les firmes se sachent notées sur leurs performances environnementales et sociales est censé être un moteur de changement interne ;
- **La valorisation boursière des entreprises** les « moins vertueuses » pourrait être dépréciée si la démarche ISR se généralise. La demande diminuant, la convergence de l'offre et de la demande se ferait à un prix plus bas.

... ou révélateur de défaillances ?

Après analyse, les compositions des fonds « best in class » nous paraissent révélatrices des défaillances de l'analyse ESG, mais aussi des politiques RSE des entreprises. Les fonds « best in class » montrent l'insuffisance de la démarche ISR, à la vue de plusieurs éléments :

- Le premier objectif de la constitution des fonds « best in class » est de pouvoir rivaliser avec les performances financières d'indices de référence (CAC 40, Euronext 100, MSCI mondial, etc.). Ainsi, l'univers d'investissement initial – avant la sélection des actifs – est le même que pour la constitution des fonds indiciels classiques. Or les indices de référence sont constitués des capitalisations boursières les plus élevées, et donc des multinationales les plus puissantes et ayant souvent une multitude de filiales dans des pays tiers. Les critiques

faites de la teneur des fonds « best in class » illustrent les reproches pouvant être faits aux politiques sociales et environnementales des entreprises multinationales cotées.

La Responsabilité sociale et environnementale des entreprises : un vaste chantier



Les Amis de la Terre mènent campagne afin de faire évoluer la Responsabilité sociale et environnementale des entreprises. Ils demandent avant tout la mise en place d'un encadrement juridique contraignant¹¹ de l'activité des firmes multinationales. Trois points essentiels doivent guider les pouvoirs publics dans cette démarche : la responsabilité maisons mères/filiales, l'obligation de publier des *reportings* normalisés (financier et extra-financier), et la transparence de l'ensemble des activités. Cette revendication est née du constat des dérives des entreprises multinationales. En effet, leurs activités ne sont soumises qu'à une exigence minimale de transparence. L'information extra-financière fournie par ces entreprises est insuffisante, et donc de mauvaise qualité. Par ailleurs, les maisons mères des firmes multinationales ne portent qu'une responsabilité juridique théorique devant la juridiction de la maison mère si des dégâts sont commis par leurs filiales à l'étranger. Opacité et impunité sont les deux faces de la dérégulation des activités des entreprises multinationales depuis une vingtaine d'années. Ces firmes sont donc mises en cause dans d'innombrables projets controversés.

11/ Voir le rapport : *Multinationales : un encadrement juridique contraignant s'impose*, les Amis de la Terre, Novembre 2009.

- Au-delà des travers dus à la volonté d'avoir un *tracking error* le plus faible possible et donc de la présence de multinationales, la composition des fonds « best in class » révèle la défaillance de la notation extra-financière des entreprises (voir section suivante).
- Enfin, la composition des fonds « best in class » révèle la timidité des gestionnaires de fonds concernant les exclusions, pourtant nécessaires, de secteurs problématiques.

Des pratiques d'exclusion limitées

La domination des exclusions normatives et « historiques »

Dans leur majorité, les gestionnaires de fonds socialement responsables se contentent de faire des exclusions normatives, c'est-à-dire d'exclure de leurs univers d'investissement les entreprises « violant de façon avérée les principaux traités internationaux ». Le respect des Conventions d'Ottawa et d'Oslo sur les mines antipersonnel et les armes à sous-munitions est l'exigence la plus fréquente. Les fonds ISR accordent aussi du crédit aux entreprises ayant signé le *Global Compact* des Nations unies alors même que celui-ci n'a pas de caractère contraignant. Ces exigences sont nécessaires, mais totalement insuffisantes : l'ISR n'a aucune valeur ajoutée s'il contribue uniquement à faire respecter des normes internationales notoirement incomplètes.

Par ailleurs, le plus souvent, les exclusions sectorielles concernent uniquement les secteurs du tabac, de l'alcool, de la pornographie et de l'armement. Ces choix correspondent à la morale d'origine judéo-chrétienne, ce qui s'explique par l'origine de l'investissement responsable : ce type de finance a en effet des racines religieuses. D'autres exclusions sectorielles sont pourtant nécessaires.

Des exclusions sectorielles absolument nécessaires

Un véritable ISR impliquerait nécessairement des exclusions des secteurs les plus controversés : armement, pétrole et gaz, secteur minier, barrages, nucléaire, agrocarburants, mono-cultures à grande échelle, OGM, etc. Le secteur pétrolier et gazier ne peut, par exemple, être financé quelle que soit l'entreprise, en raison des dégradations de l'environnement engendrées, des pratiques de corruption, de l'impact en termes de gaz à effet de serre, etc.

Malgré la nécessité d'exclure certains secteurs afin que l'ISR puisse potentiellement mériter son qualificatif de « responsable », une infime minorité de fonds ISR en France ont une politique exigeante de filtrage sectoriel.

Seuls quatre fonds labellisés en 2009 par Novethic vont au-delà du filtrage « classique ». La Financière de Champlain fait partie des sociétés de gestion modèles sur ce point : elle exclut de son univers d'investissement les sociétés produisant des armes, du tabac, de l'alcool, des OGM, les industries chimiques, pétrolières et nucléaires et les entreprises pratiquant des tests sur les animaux. Elle prend en compte les conséquences économiques et environnementales à long terme de ce type d'activités.

Les biais de la notation extra-financière

Les produits ISR s'appuient sur des analyses extra-financières biaisées. Les faiblesses de la notation aboutissent d'ailleurs à des appréciations parfois contradictoires¹².

Des méthodes d'analyse contestables et biaisées

Les agences de notation extra-financière fondent leurs notations sur une analyse déclarative faible, les visites de terrain (siège et filiales) étant exceptionnelles. L'évaluation des critères ESG s'appuie essentiellement sur l'étude des documents de communication des firmes (site Internet, rapport annuel, rapport de développement durable). La démarche d'analyse de Vigeo, par exemple, consiste uniquement en une compilation de données publiques, provenant essentiellement de l'entreprise.¹³ L'agence de notation ne mène aucune enquête propre et ne vérifie pas ses informations.

Il faut tout de même noter que certaines agences de notation extra-financière adoptent des méthodes d'analyse différentes. Ethifinance, par exemple, adapte ses méthodes selon les demandes de la société de gestion commanditaire et peut ainsi pousser l'analyse des entreprises pour la Financière de Champlain.

Cette méthode d'analyse « déclarative » – majoritaire – crée un biais de notation majeur. Les moyens humains et financiers accordés à la communication et au *reporting* varient selon la taille de l'entreprise. Contrairement aux structures plus modestes, les grandes capitalisations développent des possibilités significatives en la matière. Or, pour Vigeo notamment, « *l'absence d'information est une information* » : c'est-à-dire que l'absence de *reporting* sur un critère conduit l'agence de notation à attribuer une note nulle à l'entreprise. Ainsi, les entreprises communicant le moins sont moins bien notées, quelles que soient leurs pratiques réelles qui peuvent être, le cas échéant, satisfaisantes, voire excellentes.

12/ Baue W. « The Rashomon Effect: Why Do Innovest and Oekom Rate Toyota's Environmental Performance So Differently? », *Sustainability Investment News*, SocialFunds.com, Janvier 2004.

13/ Méthode d'analyse accessible à l'adresse suivante : <http://www.vigeo.com/>

BP : la défaillance de la notation extra-financière illustrée



Le 20 avril 2010, une plateforme de forage en haute-mer exploitée par BP explose au large du Golfe du Mexique causant une marée noire inédite dont les conséquences environnementales et sociales sont d'ores et déjà désastreuses. Les négligences délibérées de la firme en matière de sécurité sont rapidement dénoncées. Pourtant, avant l'accident, la firme pétrolière bénéficiait d'une notation suffisamment favorable pour apparaître dans une partie des fonds ISR. Parmi les quinze fonds « best in class » investis en Europe, douze contiennent des actions de BP. Certains *reportings* extra-financiers n'hésitent pas alors à noter chez BP « une volonté de réduire son impact environnemental » et l'existence « d'une démarche active en gestion de la sécurité¹⁴ ». Cet exemple illustre bien le fait que les agences de notation ont considéré les déclarations d'intentions, et non les faits.

La mauvaise qualité de l'information extra-financière

Les agences de notation extra-financière doivent faire face à une difficulté majeure : le manque de transparence et les lacunes du *reporting* extra-financier des entreprises. C'est pourquoi un cadre harmonisé de reporting et une information extra-financière vérifiée (cf. encadré page 8) sont nécessaires. Les entreprises s'opposent à la mise en place d'une telle législation et les agences de notation en sont réduites à composer avec des informations inexistantes ou lacunaires.

Les indices éthiques des ANEF

Des indices éthiques ont été créés à l'initiative d'agences de notation extra-financière. Présenter leur composition conclut notre réflexion sur le manque de pertinence de

la notation ESG : en 2009, seule une entreprise du CAC 40 (Alstom) n'apparaissait dans aucun des 5 principaux indices éthiques (ASPI Eurozone, FTSE4GOOD Europe, DJSI Stoxx, DJSI World, ESI)¹⁵. Et, en 2010, l'indice ASPI Eurozone, parmi ses 120 valeurs, contient 34 des 40 entreprises du CAC 40, dont Total, France Télécom et BNP Paribas.

Conclusion

Comme le montre la hausse continue des actifs soumis à une gestion ISR, l'investissement socialement responsable connaît depuis quelques années un engouement significatif en France et dans le monde. L'analyse extra-financière s'étend de surcroît à la gestion de fonds classiques. Dans ce contexte, il convient d'être particulièrement vigilant sur le développement de ce type de finance afin qu'elle ne soit pas, pour le monde de la finance, un moyen de se racheter à peu de frais une bonne conscience après la crise majeure déclenchée par la faillite des *subprimes*.

Aujourd'hui, seule une infime minorité des fonds ISR pratiquent un investissement réellement responsable des points de vue environnementaux et sociaux. Ces fonds sont ceux qui privilégient à la fois les petites capitalisations, pratiquent des exclusions sectorielles pertinentes et analysent de façon approfondie les pratiques sociales et environnementales de chaque entreprise.

Les investissements ISR demeurent irresponsables car les activités des entreprises multinationales sont insuffisamment encadrées par les législateurs et par les approches volontaires, lacunaires et inefficaces des entreprises. C'est ce que dénoncent de longue date les ONG¹⁶. Le système financier demeure court-termiste et la recherche d'un taux de rentabilité toujours plus élevé s'oppose de plus en plus au bien-être social et environnemental. En l'absence de garanties réelles, et parce que la plupart des fonds ISR ne se démarquent pas substantiellement des autres fonds, cette appellation apparaît donc, à ce jour, **totale**ment illégitime.

Pour ces raisons, l'ISR, comme les autres produits financiers ordinaires, ne peut aujourd'hui jouer aucun rôle dans la construction de systèmes économiques écologiquement et socialement soutenables. Les Amis de la Terre considèrent en effet que seules des économies relocalisées, fondées sur des entités de petite et moyenne échelles favorisant les principes de l'économie sociale et solidaire et sur le respect de politiques publiques visant des objectifs clairs et rigoureux, sont à même de conjuguer la prise en compte des impératifs écologiques et la nécessaire réduction des inégalités sociales et territoriales. C'est pourquoi les Amis de la Terre réclament la plus grande transparence et la définition d'orientations claires et opposables pour les investissements publics et privés – ISR inclus.

14/ Inventaire des lignes du fonds Saint-Honoré Europe SRI au 31/12/2009, Edmond Rothschild Asset Management.

15/ ORSE, *Les entreprises du CAC 40 dans les principaux indices boursiers de développement durable*, juillet 2009.

16/ Plus d'informations à l'adresse suivante : <http://www.forumcitoyenpoumlarse.org/>

Pratiques élémentaires françaises et internationales

Critères		Organisme	Pratiques
Transparence	Reporting de l'analyse extra-financière pour chaque actif	Crédit Coopératif (France)	La banque coopérative publie des commentaires ESG détaillés pour tous les titres des fonds ISR et/ou solidaires. Ils sont complétés par des informations détaillant la nature et le fonctionnement des fonds.
	Publication détaillée des actifs détenus et de la politique de vote	Fonds souverain norvégien (Norvège)	Sur son site Internet, le ministère des Finances norvégien expose en détail les actions détenues par son fonds souverain ainsi que le montant des encours pour chaque entreprise. Le détail de chaque vote fait en assemblée générale est aussi rendu public : http://www.nbim.no/en/Investments/holdings-/holdings-and-voting/
Pratiques d'exclusions	Exclusions sectorielles	Financière de Champlain (France)	Pratiques d'exclusion : sociétés produisant des armes, du tabac, de l'alcool, des OGM, industries chimiques, pétrolières et nucléaires et entreprises pratiquant des tests sur les animaux (santé, cosmétiques).
		Storebrand (Norvège)	Storebrand applique à l'ensemble de ses fonds plusieurs exclusions parmi lesquelles les « dégradations environnementales sévères », la production de bombes nucléaires, ainsi que les entreprises se classant parmi les 10 % affichant les pires performances en matière de responsabilité sociale et environnementale dans les secteurs à hauts risques (pétrole, gaz, électricité, textile, extraction minière, etc.). Cette politique a conduit à l'exclusion de 99 entreprises de son univers d'investissement au second trimestre 2010.
	Exclusions en cas de violations graves des droits fondamentaux	Fonds souverain norvégien (Norvège)	Un Comité d'éthique se réunit régulièrement afin d'exclure des entreprises de l'univers d'investissement du fonds souverain norvégien. Les entreprises produisant des armes dont l'utilisation viole les principes humanitaires fondamentaux, celles vendant du matériel militaire à la Birmanie, les entreprises violant de façon sérieuse ou systématique des droits humains et/ou responsables de dégâts environnementaux majeurs sont exclues. Parmi les entreprises exclues se trouvent Rio Tinto.
	Exclusions pour les Etats	La Banque Postale (France)	Les Etats pratiquant la peine de mort et le travail forcé des enfants sont exclus du portefeuille d'obligations de la Sicav Libertés et Solidarités (LBPAM – FIDH).
Méthode d'analyse extra-financière	Visites des entreprises sur le terrain	Ethifinance (France)	Si la société de gestion pour laquelle Ethifinance travaille le demande, l'agence de notation mène sa propre investigation en interpellant directement les entreprises et en effectuant des visites de terrain.
	Recoupage des notations et débiaisage	Amundi (France)	Les gestionnaires de fonds ISR multiplient les sources pour la notation ESG des actifs. Ils utilisent les analyses de cinq agences de notation différentes. Par ailleurs, une équipe interne retravaille ces notations en identifiant les écarts de notation et en prenant en compte les biais de notation (« débiaisage »).
Répartition sectorielle	Approche thématique	Financière de Champlain (France)	La société de gestion indépendante ne choisit pas les actifs en fonction d'indices de référence, elle privilégie les fonds thématiques. Ainsi, tous les secteurs ne sont pas représentés et les petites capitalisations boursières ont leur place dans les portefeuilles d'actifs.
Calcul des impacts extra-financiers	Indicateurs de mesure de la valeur ajoutée extra-financière	Macif Gestion (France)	Macif Gestion calcule « l'impact carbone » de son fonds ISR. Le gestionnaire d'actifs établit la quantité moyenne d'émission de gaz à effet de serre (en MteqCO ₂) et le compare à la quantité moyenne d'émission de GES de l'indice de référence.

Synthèse • **Septembre 2010** • Investissement socialement responsable : l'heure du tri • **Les Amis de la Terre**

Crédits photos Amis de la Terre, Duncandavidson, Skytruth, Photo de couverture : vue aérienne de l'explosion de la plateforme pétrolière Deepwater horizon de BP. **Maquette** Nismo Carl Pezin • 01 48 00 06 94 **Imprimé sur papier recyclé avec encres végétales** par STIPA • 01 48 18 20 50

Recommandations minimales aux parties prenantes et aux acteurs de l'ISR

Recommandations aux pouvoirs publics

Pour les Amis de la Terre, les fonds ISR doivent être définis par la loi, à partir de cahiers des charges contenant plusieurs critères, dont *a minima*, les critères de transparence suivants :

- » Publication de l'intégralité des portefeuilles des OPCVM, avec une accessibilité facilitée (en agence et sur Internet) ;
- » Obligation d'expliquer la logique de sélection du fonds aux particuliers (« best in class », thématique, engagement, etc.) ;
- » Publication, via Internet et communication annuelle destinée au client, des motifs de sélection de l'ensemble des actifs (publication de l'analyse extra-financière) ;
- » Étiquetage des risques (financier/responsabilité sociale et environnementale/climat) liés au produit ;
- » Justification, en fonction de ces critères, du taux de rotation annuel des actifs et limitation de ce taux de rotation, afin de favoriser des investissements pérennes.

Au-delà de la réglementation de l'investissement socialement responsable, les législateurs doivent intervenir en amont afin de favoriser un modèle économique et financier plus soutenable. Trois axes d'action doivent être développés :

- » Réglementer l'activité économique selon des normes sociales et environnementales exigeantes et des politiques publiques poursuivant des objectifs lisibles et contrôlables, notamment en matière d'environnement ;
- » Dans ce contexte, reconnaître la responsabilité des maisons mères des multinationales face aux dégâts commis par leurs filiales à l'étranger, et ce devant la juridiction des maisons mères ;
- » Exiger une plus grande transparence des entreprises en définissant un *reporting* (financier et extra-financier) standardisé et exigeant.

Les autorités publiques doivent aussi être exemplaires au travers de la gestion des fonds publics. Ces recommandations s'appliquent donc aux organismes acteurs du système de retraites (FRR, ERAFP, AGIRC, ARRCO).

Recommandations aux gestionnaires d'actifs

- » Mettre en place des politiques d'exclusions sectorielles s'appliquant à l'ensemble des classes d'actifs (nucléaire, hydrocarbures, OGM, pesticides chimiques, armement, nanotechnologies, agrocarburants, mines, etc.) ;
- » Changer la répartition sectorielle des fonds ISR par rapport à la répartition boursière moyenne annuelle. Il est impératif de construire les fonds avec des sur-pondérations et des sous-pondérations sectorielles fortes ;
- » Pour les fonds thématiques, sélectionner uniquement des « pure-players », c'est-à-dire des entreprises dont toutes les activités sont compatibles avec la thématique revendiquée par le fonds ;
- » Avoir un horizon de gestion à long-terme : les taux de rotation des actifs des fonds ISR doivent être largement inférieurs aux taux des fonds traditionnels.

Recommandations aux analystes extra-financiers

- » Ne pas établir la notation ESG des entreprises sur l'unique analyse des documents publics officiels. Des visites de terrain (siège et filiales) sont nécessaires, ainsi que des entretiens avec l'ensemble des parties prenantes (salariés, syndicats, associations locales et de consommateurs, ONG) ;
- » Fonder la notation extra-financière sur les politiques réellement menées, et non sur les déclarations d'intentions et les moyens mis en œuvre (financiers et humains). Il s'agit d'évaluer les résultats.

Recommandations aux investisseurs et épargnants

- » Investir, autant que possible, dans des entreprises répondant aux critères de l'économie sociale et solidaire ;
- » A défaut, favoriser les sociétés de gestion dont les démarches sont « sincères », donc vérifiables, en évitant les gestionnaires d'actifs d'établissements financiers pratiquant des financements de projets controversés et détenant des actions d'entreprises controversées ;
- » Dans tous les cas, demander à son conseiller une transparence totale des placements, notamment en exigeant l'intégralité de la composition des fonds qu'il présente ;
- » Pour obtenir plus d'informations sur les possibilités d'épargne réellement responsables, consultez le guide publié par les Amis de la Terre parallèlement à cette synthèse : *Environnement : comment choisir mon épargne ?*

