

RESUME

Les travaux du GT Exclusions de l'AFG ont permis de réaliser un panorama des pratiques de place relatives au traitement des exclusions par les Sociétés de gestion (SGP) dans leurs processus d'investissement responsable et d'en tirer des messages clés. *Il est important de noter que les travaux réalisés ne portent que sur les fonds ouverts sur les marchés côtés et excluent donc les mandats institutionnels et fonds dédiés avec demandes spécifiques de la part du (des) client(s).*

Ce panorama décrit d'abord les principales exclusions pratiquées par la place, en proposant des principes transversaux en matière de définition, périmètre, retraitement et exceptions puis en listant les pratiques constatées pour six types d'exclusions, à savoir : des exclusions sectorielles sur les armes, le tabac, le charbon, les hydrocarbures ou encore l'huile de palme, et des exclusions normatives qui se basent sur des standards internationaux, comme le Pacte mondial des Nations Unies.

Il propose ensuite une description des modes d'intégration des critères d'exclusions par les SGP à quatre niveaux : en matière de gouvernance, d'organisation interne et pilotage, de mesures de contrôle et de transparence.

Il a été complété par une revue des attentes des principaux labels européens en matière d'exclusions. Ces labels ont été choisis sur la base des pratiques des membres et de leurs tailles en termes d'Actifs sous-gestion et lorsque cela a été possible, des entretiens d'une heure ont été réalisés avec leurs représentants. Les versions retenues sont celles dites « généralistes » (par opposition aux labels dits « verts » ou liés à la transition), à savoir les labels ISR Français, Towards Sustainability Belge, ESG LuxFLAG Luxembourgeois et Established FNG Allemand.

Les principes appliqués par ces labels sont rappelés dans un premier temps, avant de lister les critères d'exclusions qu'ils appliquent en comparaisons avec ceux des indices de référence établis par l'Union Européenne et auxquels font notamment référence les orientations de l'ESMA sur les Noms des fonds à savoir : Climate Transition Benchmark (CTB) et Paris Aligned Benchmark (PAB).

Remarques Importantes :

Ce Panorama a été élaboré par l'AFG avec le concours des membres de son Groupe de travail (GT) Exclusions afin d'identifier et partager les pratiques de place et enjeux auxquels peuvent être confrontés les membres de l'AFG lors du traitement des exclusions dans leurs processus d'investissement responsable.

Ce Panorama se veut synthétique et ne prétend pas à l'exhaustivité. Il ne saurait être interprété comme constituant des conseils à l'attention des membres de l'AFG et chaque membre de l'AFG est invité à se forger sa propre opinion sur les éléments contenus dans ce Panorama avant son utilisation dans le cadre de ses politiques d'exclusion. La responsabilité de l'AFG, des membres de son GT Exclusions et de tout autre personne étant intervenue dans le cadre de ces travaux ne saurait être engagée à un titre quelconque en relation avec ce guide.

Ce Panorama reflète la compréhension par ses auteurs des pratiques de marché et des standards de référence. Il pourra faire l'objet de mises à jour périodiques par l'AFG. Il est néanmoins vivement recommandé à ses lecteurs de s'assurer que, postérieurement à sa date

de publication ou celle de ses mises à jour, aucune modification législative ou réglementaire ou aucune interprétation administrative n'est intervenue de nature à en altérer le contenu.

SOMMAIRE

1. MESSAGES CLÉS	3
2. PANORAMA DES PRINCIPALES EXCLUSIONS PRATIQUÉES	3
2.1. CONSTATS SUR LES PRATIQUES LIÉES À LA DÉFINITION DES EXCLUSIONS	3
DEFINITION	3
PÉRIMÈTRE	4
RETRAITEMENTS ET EXCEPTIONS	4
2.2. EXEMPLES D'EXCLUSIONS TYPES ET DES PRATIQUES DE PLACES ASSOCIÉES	5
ARMES	5
NORMES INTERNATIONALES ET PRINCIPES DIRECTEURS DES NATIONS UNIES	5
TABAC	6
CHARBON	6
HYDROCARBURES	8
HUILE DE PALME	9
3. INTÉGRATION DES EXCLUSIONS DANS LE PROCESSUS D'INVESTISSEMENT RESPONSABLE	9
3.1. GOUVERNANCE	9
3.2. ORGANISATION INTERNE ET PILOTAGE	10
3.3. MESURES DE CONTRÔLES	10
3.4. TRANSPARENCE	11
4. LISTES D'EXCLUSIONS ET ATTENTES DES LABELS EUROPÉENS	11
4.1. PRINCIPES APPLIQUÉS PAR LES LABELS EUROPÉENS	11
4.2. CRITÈRES D'EXCLUSION RETENUS PAR LES PRINCIPAUX LABELS	12
EXCLUSIONS CTB ET PAB DE L'ESMA	12
EXCLUSIONS DU LABEL ISR FRANÇAIS	13
EXCLUSIONS DU LABEL TOWARDS SUSTAINABILITY BELGE	14
EXCLUSIONS DU LABEL LUXFLAG LUXEMBOURGEOIS	17
EXCLUSIONS DU LABEL FNG ALLEMAND	17

5. ANNEXES.....19

ANNEXE 1 : POINT DE VUE DE L'AFG SUR L'INVESTISSEMENT DANS L'INDUSTRIE DE LA DEFENSE19

ANNEXE 2 : PRATIQUES D'INTEGRATION DES EXCLUSIONS DANS LE PROCESSUS D'INVESTISSEMENT CONSTATEES AU SEIN DU GT.....24

ANNEXE 3 : GUIDE D'ENTRETIEN AVEC LES LABELS28

1. Messages clés

- Alors que les exclusions ne représentent qu'une des bases d'un process d'investissement responsable, elles constituent souvent le sujet le plus regardé par les parties prenantes internes et externes et leur traitement est donc particulièrement sensible.
- A ce titre, la transparence du mode opératoire est clé que ce soit sur les sources ou la méthodologie (fréquence de mise à jour, retraitements, exceptions etc.). Tout ce qui est fourni doit être traçable et auditable.
- De nombreux types d'exclusions sectorielles et normatives peuvent être identifiés mais nos travaux ont permis de faire ressortir six typologies récurrentes : des exclusions sectorielles sur les armes, le tabac, le charbon, les hydrocarbures ou encore l'huile de palme et des exclusions normatives qui se basent sur des standards internationaux, comme le Pacte mondial des Nations Unies. *Il est important de noter que les travaux réalisés ne portent que sur les fonds ouverts sur les marchés côtés et excluent donc les mandats institutionnels et fonds dédiés avec demandes spécifiques de la part du (des) client(s).*
- Il est important de bien distinguer les politiques d'exclusion sectorielles et normatives de l'analyse qui peut être faite de la gestion au fil de l'eau par les entreprises des événements de controverses auxquelles elles font face (pouvant par ailleurs avoir trait à un des cadres de référence). Les comités responsables de leur validation sont généralement différents et ne se réunissent pas à la même fréquence.
- Pour une majorité des politiques d'exclusions qu'elles mettent en place, les SGP ont recours aux fournisseurs de données comme principale source. Or, il a été constaté que de nombreux écarts existent en matière de définition, méthodologie et périmètre d'un fournisseur à l'autre. A ce titre, les membres de l'AFG appellent à plus de transparence de la part de ces acteurs et encouragent à un meilleur encadrement au niveau Européen sur ce sujet.

2. Panorama des principales exclusions pratiquées

2.1. CONSTATS SUR LES PRATIQUES LIEES A LA DEFINITION DES EXCLUSIONS

Définition

Il est important que les SGP clarifient pour chaque exclusion la définition des activités ou des normes ciblées (en précisant la source/ les standards internationaux de référence) et leur périmètre sur la

chaîne de valeur. Il peut également être pertinent d'ajouter un paragraphe sur le contexte de l'exclusion en expliquant les raisons pour lesquelles l'activité économique est spécifiquement ciblée¹.

La clarification des seuils utilisés est également importante et permet d'éviter la lourdeur liée au traitement des situations à la marge ou « poussières d'exclusions » (ex : entreprises avec un très faible CA concerné, très indirectement impliquées dans la chaîne de valeur etc.). Il est à noter que le niveau d'exigence et donc les seuils utilisés peuvent varier en fonction du maillon de la chaîne de valeur.

Périmètre

Le périmètre d'application des exclusions doit être clairement présenté : classe d'actifs, zone géographique etc. A titre d'exemple, les exclusions mentionnées dans les politiques des membres du GT s'appliquent généralement à l'ensemble de leurs fonds ouverts au niveau monde et pour les actions et obligations. A contrario, elles ne couvrent souvent pas la gestion passive, la multigestion ou les ETF. Elles peuvent couvrir la gestion sous mandat à discrétion du mandant.

Comme détaillé plus loin, les périmètres (ou la façon dont les critères d'exclusion s'appliquent) peuvent varier en fonction des zones géographiques (par exemple une distinction OCDE/non OCDE sur le charbon avec des dates de sortie différentes).

Il est également important de préciser la méthodologie retenue pour le traitement des relations sociétés mère/ filiales. A titre d'exemple, l'approche généralement, mais pas systématiquement, retenue par les membres du GT consiste à exclure les filiales lorsque la société mère est exclue (sauf incohérence notoire si une filiale a une activité radicalement différente de sa société mère) mais à ne pas exclure la société mère quand ce sont les filiales qui le sont.

La méthodologie retenue doit être intégrée à trois niveaux différents du processus d'investissement responsable :

- En la clarifiant au niveau des politiques d'exclusions publiées en externe ;
- En identifiant et en justifiant les retraitements nécessaires ;
- Et en la mettant en œuvre au niveau des listes d'exclusion (notamment via leur mise à jour) et/ou des outils de contrôle.

Retraitements et exceptions

Il convient de noter qu'il est parfois nécessaire de procéder à des retraitements (ajustements qualitatifs) par rapport à la donnée source ou d'appliquer des exceptions.

Les retraitements se font généralement au cas par cas, avec prise de contact auprès de l'entreprise si nécessaire, afin de valider la compréhension par les équipes de la donnée source et/ou de l'adapter à la définition utilisée par la SGP.

Les exceptions sont, elles, généralement propres à certains types d'exclusions et visent à intégrer des émetteurs qui auraient a priori dû être exclus. A ce titre, elles demandent des processus de validation plus stricts en interne. Par exemple, cela peut concerner l'acceptation d'un émetteur exposé au charbon mais avec une trajectoire de décarbonation validée par la SBTi et sans projet d'expansion, ou encore la réintégration d'un émetteur qui a été exposé à des armes interdites dans le passé et qui a

¹ En juin 2023, l'AMF a publié une [Synthèse des contrôles SPOT relative au respect des engagements extra-financiers contractuels des sociétés de gestion de portefeuille](#) qui propose des compléments d'information à ce sujet.

pris l'engagement de définitivement arrêter cette activité. Il est aussi commun, pour le charbon et les hydrocarbures, que le financement de filiales spécialisées ou celui de projets à travers des green bonds soit accepté à titre d'exception alors que la société mère est exclue.

Dans les deux cas, les processus à respecter doivent être clairement définis et sont même souvent validés en Comité. Toute initiative de transparence volontaire est également bienvenue comme le fait d'expliquer les raisons pour lesquelles une entreprise est sujette à exception, la part d'actifs sous gestion concernée par des exclusions etc...

2.2. EXEMPLES D'EXCLUSIONS TYPES ET DES PRATIQUES DE PLACES ASSOCIEES

Les travaux des membres du GT ont permis d'identifier six types d'exclusions fréquemment utilisées par les SGP, à savoir : des exclusions sectorielles sur les armes, le tabac, le charbon, les hydrocarbures ou encore l'huile de palme, et des exclusions normatives qui se basent sur des standards internationaux, comme le Pacte mondial des Nations Unies.

Pour chacune d'entre elles, des pratiques de place ont pu être identifiées et ont été structurées autour de cinq critères : définition, chaîne de valeur, métriques, seuils et sources. Cette liste ne se veut pas exhaustive et les propositions faites pour chaque critère le sont à titre illustratif uniquement.

Armes

En février 2025, l'AFG a émis son Point de vue sur l'investissement dans l'industrie de la défense qui rappelle les principaux règlements qui régissent le secteur de la défense aux niveaux Français et Européens. Ce document est disponible en annexe 1 pour plus de détails.

Normes internationales et principes directeurs des Nations Unies

Définition

Trois groupes de textes sont généralement couverts par cette catégorie et traités de la même façon :

- Principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales sur la conduite responsable des entreprises ;
- Pacte Mondial des Nations Unies ;
- Conventions fondamentales de l'Organisation Internationale du Travail (OIT) (auxquelles le Pacte mondial fait explicitement référence).

Il s'agit d'une catégorie plus « mouvante » contrairement aux autres exclusions car elle se base sur une appréciation qualitative des controverses en lien avec ces normes et nécessite donc un suivi dans le temps important.

Des retraitements de la donnée sont parfois effectués sur cette catégorie et les évaluations diffèrent généralement d'un fournisseur de données à l'autre, et d'une SGP à l'autre.

Chaîne de valeur

L'analyse est faite au cas par cas.

Métrique

Métrique absolue du type oui/non.

Seuils

Non applicable.

Source

Fournisseurs de donnée, recherche interne, suivi des controverses.

Tabac

Définition

Cette catégorie couvre généralement uniquement le tabac (cigarettes, cigares, tabac à pipe et à priser etc.) mais aussi parfois les autres produits contenant de la nicotine, y compris les produits à fumer du tabac traditionnels et alternatifs (tabac sans fumée, e-liquides, e-cigarettes). Le traitement du cannabis est aussi à expliciter. L'initiative de place « Tobacco Free finance Pledge » peut-être utilisée comme source de définition.

Chaîne de valeur

Sur cet indicateur la définition de la chaîne de valeur est également particulièrement importante car de nombreuses marques distribuent des accessoires liés à l'industrie sans que cela représente une activité significative pour eux et des producteurs de produits chimiques ou matériels utilisés dans la production de tabac peuvent ou non être exclus selon la définition utilisée.

Deux principales approches ont été identifiées concernant les périmètres couverts :

- Les producteurs uniquement ;
- Les producteurs et distributeurs (avec critères de CA minimum).

Métriques

Métrique absolue du type oui/non ou pourcentage de CA.

Seuils

Possiblement au premier euro de CA ou par exemple 5% pour les activités de production et 30% pour les produits dérivés et les activités de distribution.

Sources

Fournisseurs de donnée.

Charbon

Définition

A ce stade, les acteurs ne couvrent généralement que le charbon thermique mais la définition peut s'étendre progressivement au charbon sidérurgique.

Certaines SGP font une distinction pour l'année de sortie entre les exclusions charbon pour les émetteurs des pays de l'OCDE et ceux des pays émergents, en tenant compte de la date butoir de 2030 pour l'Europe et l'OCDE et de 2040 pour le reste du monde.

Certaines exceptions peuvent être considérées en y associant une transparence adéquate, notamment dans le cadre des obligations vertes (*green-bonds*) pour des émetteurs ayant des activités liées au charbon ou pour des émetteurs ayant une stratégie claire de sortie du charbon, généralement avec des plans de transitions robustes et des Science Based Targets (SBT) validées. Ces exceptions varient néanmoins en fonction des cadres de référence : par exemple le cas des obligations vertes n'est pas une exception acceptable dans le cadre de BMR, l'existence de plans de transition crédible n'est pas un motif d'exemption dans les Guidelines de l'ESMA etc.

Diverses sources ont été identifiées en matière de définition :

- Accords de Paris sur le climat (2015) ;
- Rapports du groupe intergouvernemental d'experts sur l'évolution du climat (GIEC) ;
- Recommandations, rapports et scénarios de l'agence Internationale de l'Energie (AIE).

Chaîne de valeur

Les exclusions dites « Charbon » s'appliquent en général aux entreprises ayant des activités dans l'extraction de charbon et la production d'électricité sont généralement couvertes. Peuvent également être mentionnés l'exploration, le développement, l'expansion, le transport, le raffinage de charbon et la fourniture de produits ou services spécifiquement conçus pour ces activités.

Métriques

De multiples métriques peuvent être combinées : revenus (par exemple 20%), dépenses d'investissement, part du mix énergétique (par exemple 20%), capacité installée (par exemple 5 GW), tonnage d'extraction (par exemple 10Mt par an), etc.

Elles sont souvent combinées à des indicateurs qualitatifs : existence de nouveaux projets de d'extraction ou de génération, de plans d'expansion ou de sortie, échéance de sortie etc.

Seuils

Ils varient généralement le long de la chaîne de valeur (les seuils d'exclusion retenus pour les entreprises d'extraction de charbon sont plus bas que ceux des producteurs d'énergie) et peuvent évoluer dans le temps à la baisse pour s'inscrire dans une trajectoire climatique bien en dessous de 2°C. Ils peuvent être au premier euro de CA, en fonction de la métrique utilisée (puissance absolue, pourcentage de CA ou du mix énergétique), voir qualitatif (existence de nouveaux projets d'extraction ou de génération).

Source

La liste Urgewarld est la plus souvent utilisée, ce qui pose deux questions :

- L'association n'est pas un fournisseur de données à proprement parler et donc la question de la réglementation sur les fournisseurs à venir (au niveau Européen) se pose pour ce type d'entité ;
- L'intégration de la liste dans les outils et la gestion des mises à jour est à anticiper (à noter que certains fournisseurs de données ont des partenariats en place ou en cours de développement avec Urgewarld par exemple sur la partie expansion).

Hydrocarbures

Définition

Une distinction claire est généralement faite entre les hydrocarbures conventionnels, non exclu, est ceux non-conventionnels. Pour ces derniers, il n'existe pas de définition légale mais la plupart des SGP utilisent les catégories définies par l'Observatoire de la finance durable² (OFD) :

- Le gaz de couche ou gaz de charbon (coal bed methane) ;
- Le pétrole et gaz de réservoir compact (tight oil and gas) ;
- Les schistes bitumineux et l'huile de schiste (oil shale/shale oil) ;
- Le gaz et l'huile de schiste (shale gas) ;
- Le pétrole issu de sables bitumineux (oil sand) ;
- Le pétrole extra-lourd (extra heavy oil).
- Les hydrates de méthane (gas hydrates) peuvent également être inclus dans cette classification.

L'OFD recommande également de retenir dans cette définition deux catégories supplémentaires :

- Le pétrole et gaz offshore ultra-profonds et ;
- Les ressources fossiles pétrolières et gazières dans l'Arctique.

D'autres sources de définition sont également utilisées :

- Accords de Paris sur le climat (2015) ;
- Rapports du groupe intergouvernemental d'experts sur l'évolution du climat (GIEC) ;
- Recommandations et rapports de l'agence Internationale de l'Energie (AIE) ;
- 28e conférence des Nations unies pour le Climat - COP 28-, Déc. 2023.

Pour cette catégorie, l'année de sortie est généralement précisée (souvent 2040).

Il est intéressant de rappeler que la mise en œuvre de ces politiques est par ailleurs scrutée par l'AMF, l'ACPR et par de nombreuses ONG, renforçant d'autant plus le besoin de transparence et de précision lors de leur application.

Chaîne de valeur

Sur cette catégorie, il est particulièrement important de bien détailler la chaîne de valeur.

²https://observatoiredelafinancedurable.com/documents/70/Reco_n2_du_Comite_Scientifique_et_dExpertise_de_lObservatoire_de_la_finance_du_Gpfi3W.pdf

Sont généralement couverts le secteur amont dit « up-stream » (exploration et production) et dans une moindre mesure le secteur mid-stream (transformation, et transport y compris les infrastructures du type pipelines, terminaux G&L etc.).

Métriques

Différentes métriques peuvent être utilisées comme le pourcentage des réserves, de la production ou des revenus.

Seuils

Ils sont généralement en pourcentage de CA ou en absolu pour les projets dédiés (exemple : installation de nouveau terminaux).

Sources

Urgewarld ou fournisseurs de données.

Huile de palme

Définition

Cette catégorie n'est souvent pas absolue mais tient compte des pratiques de l'émetteur avec certification RSPO (« Round Table on Sustainable Palm Oil ») et suivi des controverses. La source de définition la plus utilisée semble être l'Accord de Kunming Montréal sur la biodiversité (2022).

Chaîne de valeur

Catégorie qui porte généralement sur la production et plus rarement sur la distribution.

Métriques

Généralement le pourcentage de CA et de la part d'huile de palme certifiée RSPO, potentiellement couplé à un suivi des controverses.

Seuils

Également une combinaison (peut être par exemple 5% de CA et 30% d'huile non certifiée).

Sources

Fournisseurs de donnée.

3. Intégration des exclusions dans le processus d'investissement responsable

3.1. GOUVERNANCE

Généralement, trois niveaux d'organes de gouvernance sont identifiés :

- Validation de la politique d'exclusion et de sa mise à jour ;
- Validation de la mise à jour de la liste d'exclusion ;
- Validation de l'application des listes d'exclusion au niveau des produits.

Un comité dédié à la validation des politiques et listes d'exclusion est systématiquement mis en place. En revanche, pour la mise à jour des listes d'exclusion, différents niveaux de formalisation sont constatés, allant de comités dédiés, à l'organisation de SteerCo hebdomadaires dédiés ou encore à la validation internalisée au sein de l'équipe ESG en impliquant la gestion mais sans comité formel.

La validation du périmètre d'application au niveau des produits est généralement formalisée dans une instance de gouvernance qui peut être soit un comité produit dédié, soit un comité plus global. Néanmoins, certaines SGP ne traitent pas cette étape au sein d'un comité formel. S'agissant des labels, il est intéressant de souligner que le comité produit ne valide pas seulement l'application de la liste d'exclusion mais le respect de l'ensemble du cahier des charges.

A noter que certaines sociétés de gestion utilisent le même comité pour la validation des politiques, la validation de la mise à jour des listes et la validation des périmètres produit.

3.2. ORGANISATION INTERNE ET PILOTAGE

Le pilotage en interne est généralement structuré autour de six étapes clés impliquant des fonctions différentes. La mise à jour des exclusions se fait la plupart du temps à minima de façon annuelle avec possibilités de mises à jour Adhoc.

Étapes du pilotage interne	Équipes impliquées				
	ESG	DATA	RCCI	Invest.	Produit
Analyse des critères / textes	x	x	x		
Sélection et utilisation des données brutes	x	x	x		
Analyse de cohérence méthodologique avec les autres exclusions ³	x		x		
Construction de la liste et revue qualitative	x	x	x		
Analyses d'impact sur les fonds et sur l'univers d'investissement	x	x	x	x	x
Dissémination et l'implémentation	x	x	x	x	x

De manière générale, la mise à jour des listes d'exclusions est à minima annuelle, et c'est à cette occasion que sont effectuées les entrées et sorties des listes. Des comités ad-hoc peuvent être organisés pour permettre des discussions et des ajustements plus rapides.

A noter que dans le cadre du pilotage des listes d'exclusion, il est préférable d'anticiper les cas particuliers mentionnés précédemment (retraitements et exemptions, périmètre).

3.3. MESURES DE CONTROLES

Les mesures de contrôle sont généralement de quatre types et mises en œuvre de façon automatisées :

- Intégration dans les outils & systèmes (front office, bases de données) ;
- Contrôles pré-trade/post-trade ;
- Blocage des ordres ;

³ Dans l'ensemble, les sociétés de gestion s'assurent de la cohérence globale de leur méthodologie d'exclusion et des critères utilisés, avec une analyse qui est réalisée soit par les équipes ESG soit/ensuite par les équipes de contrôle, avec parfois une validation en comité. Cette cohérence doit être assurée également vis-à-vis des attentes des différents labels.

- Procédure d'escalade et procédure de désinvestissement.

Les délais de désinvestissement sont indiqués comme étant généralement rapides, autour de quelques jours et pouvant aller jusqu'à un mois dans certains cas. Néanmoins ils peuvent être assouplis pour certaines classes d'actifs peu liquides ou selon les conditions de marché nécessitant dans ce cas la production d'une note de justification.

En règle générale, il a été noté que les délais de désinvestissement dépendent de la liquidité du produit et doivent se faire dans le meilleur intérêt du client et des objectifs du produit financier, en prenant en compte les réglementations locales.

3.4. TRANSPARENCE

La communication se fait généralement en publiant la politique d'exclusion sur le site internet et en y présentant à minima les critères d'exclusion, la chaîne de valeur couverte, le type de fonds concernés, les fournisseurs de données utilisés, l'utilisation d'une revue qualitative et le processus de validation. Dans certains cas, les politiques incluent les critères d'exemption, l'historique de l'évolution de la politique et des éléments de contexte.

L'application des exclusions est également systématiquement mentionnée dans les documents réglementaires et commerciaux des fonds.

4. Listes d'exclusions et attentes des labels européens

4.1. PRINCIPES APPLIQUES PAR LES LABELS EUROPEENS

Les travaux du GT ont couvert les principes d'exclusions de quatre labels européens sur la base des pratiques des membres et de leurs tailles en termes d'Actifs sous-gestion. Ils se sont concentrés sur leurs versions généralistes (par opposition aux labels dits « verts » ou liés à la transition), à savoir :

- Label ISR Français⁴ ;
- Label Towards Sustainability Belge⁵ ;
- Label ESG LuxFLAG Luxembourgeois⁶ ;
- Label Established FNG Allemand⁷.

Lorsque cela a été possible, des entretiens d'une heure ont été menés avec les représentants des labels sur la base du guide disponible en Annexe 3. Ces travaux ont permis d'identifier plusieurs principes clés en termes d'exclusions mis en œuvre lors de la définition des labels :

- Les critères retenus dans la définition des exclusions sont une façon pour le label d'envoyer un message sur ce qu'il considère comme étant une pratique durable ou non ;
- Ces critères sont adaptés en fonction des retours du marchés et donc des utilisateurs du label. Le poids du marché dans la définition des critères varie en fonction des labels privés et publics ;
- À la suite de la publication des listes d'exclusion de l'ESMA, les labels ont parfois essayé de revoir leurs critères, notamment lors de mises à jour ou de la publication de nouveaux standards. Les labels ont néanmoins rarement aligné leurs critères pour deux raisons : car, selon eux, certaines

⁴ [Référentiel du Label ISR, Mars 2024](#)

⁵ [Toward Sustainability Quality Standard, June 2023](#)

⁶ [LuxFLAG ESG Label exclusion criteria, March 2021](#)

⁷ [FNG Label Rules of procedure, March 2025](#)

limites existent en termes de définition (par exemple sur comment définir les différents niveaux de violation des normes internationales [sévère ou très sévère]) et car le marché ne s'attend pas à ce qu'il y ait un alignement total (par exemple en appliquant des seuils moins contraignants).

Il nous a aussi été indiqué que malgré les différences de critères qui peuvent exister, que ce soit vis-à-vis des attentes de l'ESMA ou entre labels, il arrive que les listes d'exclusions finales soient identiques. En effet, des changements légers de définition ou de seuils sont intéressants pour envoyer des messages mais pas systématiquement matériels dans l'exclusion des entreprises. Néanmoins, il convient de rappeler que les critères et seuils utilisés peuvent également aboutir à des différences notables d'une liste à l'autre et qu'en règle générale, les processus liés restent contraignants et chronophages pour les sociétés de gestion..

Il a également été constaté une volonté de coordination entre les labels au niveau Européen bien que celle-ci soit généralement limitée par leurs contraintes internes. Les organisations de promotion de ces labels semblent également en faveur du projet de déclinaison de l'Écolabel européen aux produits financiers mais il nous a été indiqué qu'il n'était pour le moment plus à l'ordre du jour des travaux de la Commission.

Finalement, il est intéressant de souligner qu'il existe également des efforts de coordination avec les fournisseurs de données afin de veiller à l'opérationnalité des standards. Néanmoins, les labels ne recommandent jamais l'utilisation d'une agence en particulier et encouragent également la production de donnée en interne de façon indépendante. Il nous a notamment été indiqué que les définitions utilisées peuvent varier significativement d'une agence à l'autre, par exemple sur la violation des normes internationales.

4.2. CRITERES D'EXCLUSION RETENUS PAR LES PRINCIPAUX LABELS

Les travaux du GT ont permis de lister les principaux critères retenus par l'ESMA pour ses listes d'exclusion et de les comparer avec les critères des labels retenus. Ce paragraphe rappelle quels sont ces critères et présentent les principaux éléments de précisions et/ou écarts qui peuvent exister au niveau des listes utilisées par lesdits labels. Il convient de préciser que ces labels peuvent traiter d'autres exclusions non couvertes dans ce document et dont les détails sont disponibles au sein de leurs référentiels.

Exclusions CTB et PAB de l'ESMA

Les indices de référence établis par l'Union Européenne s'appuient sur des principes d'exclusion précis repris par les orientations de l'ESMA sur les noms extra-financiers des fonds :

- Climate Transition Benchmark (CTB) qui couvre les armes, le tabac, le Pacte Mondial et Principes de l'OCDE. En dehors de ces exclusions de base, le CTB n'exclut aucune activité de son champ d'investissement ;
- Paris Aligned Benchmark (PAB) qui couvre en plus des exclusions de base, le charbon, le pétrole et le gaz et les électriciens.

Les critères retenus pour ces exclusions sont présentés dans le tableau ci-dessous :

Armes

Définition : Les armes controversées au sens des traités et conventions internationaux (Conventions d'Oslo, d'Ottawa, Conventions sur les armes chimiques etc..) et, le cas échéant, de la législation nationale. Le Q&A de l'ESMA de décembre 2024 renvoie à la réglementation SFDR, qui précise

	que les armes concernées par l'exclusion sont : les armes biologiques ; les armes chimiques ; les mines antipersonnel ; les armes à sous-munition. Chaine de valeur : Les entreprises qui participent à des activités liées à des armes controversées.
Tabac	Définition : Tabac uniquement. Chaine de valeur : Les entreprises qui participent à la culture et à la production.
Normes internationales	Définition : Les entreprises dont les administrateurs d'indices de référence constatent qu'elles violent les principes : <ul style="list-style-type: none"> • Du Pacte mondial des Nations unies (UN Global Compact) ; • De l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) à l'intention des entreprises multinationales.
Charbon	Définition : La houille et le lignite. Chaine de valeur : La prospection, l'extraction, la distribution et le raffinage. Seuil : 1% du CA.
Hydrocarbures	Définition : Combustibles liquides et gazeux. Seuils : 10% du CA pour les combustibles liquides et 50% pour les combustibles gazeux. Chaine de valeur : La prospection, l'extraction, la distribution ou le raffinage.
Électriciens	Définition : Production d'électricité présentant une intensité d'émission de GES supérieure à 100 g CO2 e/kWh. Seuils : 50 % du CA.

Exclusions du Label ISR Français

Le tableau suivant présente les éléments de précision et écarts retrouvés dans les critères d'exclusion du Label ISR en comparaison avec les critères retenus dans les listes CTB et PAB.

Armes	Définition : Elle couvre spécifiquement les armes dont l'utilisation est prohibée par les engagements internationaux de la France (armes biologiques ; armes chimiques ; mines antipersonnel ; armes à sous-munition). Chaine de valeur : Elle est précisée avec la production de systèmes ou de services ou de composants spécifiquement conçus pour lesdits armements.
Tabac	Définition : Elle couvre également les produits contenant du tabac. Seuils : Fixés à 5% de l'activité (production et distribution).
Normes internationales	Définition : Elle précise que les entreprises couvertes sont celles soupçonnées de violations graves et/ou répétées. Elle se réfère uniquement au Pacte Mondial des Nations Unies (UN Global Compact).
Charbon	Définition : Elle se réfère au charbon thermique spécifiquement. Chaine de valeur : Outre l'exploration, l'extraction et le raffinage, elle couvre également les activités liées à la fourniture de produits ou services spécifiquement conçus pour ces activités, tels que le transport ou le stockage ; ainsi que tout émetteur développant de nouveaux projets (exploration, extraction, transport). Contrairement aux autres labels et aux recommandations de l'ESMA, le label ISR n'accepte pas le financement de green bonds pour des projets dont la société mère est exclue. Seuils : Fixés à 5% de l'activité.

Hydrocarbures	<p>Définition : Elle ne concerne que les combustibles fossiles liquides ou gazeux non conventionnels au sens de la définition du Comité Scientifique et d'Expertise de l'Observatoire de la finance durable.</p> <p>Chaine de valeur : Elle couvre également tout émetteur développant de nouveaux projets pour les fossiles conventionnels et non conventionnels sans seuil. Contrairement aux autres labels et aux recommandations de l'ESMA, le label ISR n'accepte pas le financement de green bonds pour des projets dont la société mère est exclue.</p> <p>Seuils : Fixés à 5% de la production totale des combustibles fossiles liquides ou gazeux.</p>
Électriciens	<p>Définition : Elle se réfère à une intensité carbone qui n'est pas compatible avec les objectifs de l'accord de Paris et propose les seuils suivants : 2023 – 366 / 2024 – 326 / 2025 -291 g CO2 e/kWh.</p>

Exclusions du Label Towards Sustainability Belge

Le tableau suivant présente les éléments de précision et écarts retrouvés dans les critères d'exclusion du Label Towards Sustainability en comparaison avec les critères retenus dans les listes CTB et PAB.

Armes	<p>Définition : Elle est précisée en faisant référence aux armes controversées ou aveugles telles que les mines antipersonnel, les sous-munitions, les munitions inertes et les blindages contenant de l'uranium appauvri ou tout autre uranium industriel, les armes contenant du phosphore blanc, les armes biologiques, chimiques ou nucléaires.</p> <p>Chaine de valeur : Elle est précisée avec la fabrication d'armes ou de composants sur mesure, l'utilisation, la réparation, la mise en vente, la vente, la distribution, l'importation ou l'exportation, le stockage ou le transport.</p> <p>Seuils : Fixés à 5% de CA provenant de ces activités ou 25% de CA provenant de produits, d'équipements ou de services sur mesure destinés à permettre l'exécution de ces activités.</p>
Tabac	<p>Définition : Elle couvre également les produits du tabac et e-cigarettes.</p> <p>Chaine de valeur : Elle couvre uniquement le commerce de gros.</p> <p>Seuils : Fixés à 5% de CA provenant de ces activités ou 25 % de CA provenant de produits, d'équipements ou de services sur mesure destinés à permettre l'exécution de ces activités.</p>
Normes internationales	<p>Définition : Elle est précisée en faisant référence aux entreprises impliquées dans des controverses (structurelles, répétitives et graves) ou des violations. Elle se réfère aux cadres de garanties minimales du règlement de l'UE relatif à la taxonomie, à savoir, ceux de l'OCDE et du Pacte mondial mentionnés par l'ESMA et :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Les principes directeurs des Nations unies relatifs aux entreprises et aux droits de l'homme (référéncés explicitement en plus du Pacte Mondial) et ; • Les conventions de l'OIT. <p>L'éligibilité d'une valeur est également affectée par l'implication des entreprises dans la création de doutes sur les principaux impacts négatifs de leurs activités sur les facteurs de durabilité (par exemple, diffusion active de fausses informations), indications claires de l'implication dans une campagne de désinformation (par</p>

Charbon

exemple, minimisation du changement climatique ou des violations des droits de l'homme) ou dans des activités de lobbying irresponsables.

Définition : Elle se réfère spécifiquement au charbon thermique. Elle est basée sur l'approche "Comply ou Explain" avec les entreprises figurant sur la Global Coal Exit List (Urgewald).

Chaîne de valeur : Elle inclut le principe de non-expansion i.e. ne pas participer à la prospection/exploitation ou au développement de nouvelles mines de charbon et/ou la production absolue de charbon ou la capacité des activités (dont transformation et transport) ne doit pas augmenter.

Seuils : En plus du principe de non expansion, fixés à 25 % des revenus provenant de produits, d'équipements ou de services sur mesure destinés à permettre l'exécution des activités.

Exemptions : Les entreprises peuvent être exemptées à condition de remplir au moins l'un des critères suivants :

- Objectif SBTi fixé à 2°C ou 1,5°C ou engagement SBTi « Business Ambition for 1.5°C » ;
- Production annuelle de charbon thermique <10Mt et tirer <5% de ses revenus des activités ci-dessus. (10 % pour le transport) ;
- Moins de 10 % des dépenses d'investissement sont consacrées aux activités susmentionnées et n'ont pas pour objectif d'augmenter les revenus ;
- Plus 50 % des dépenses d'investissement consacrées à des activités contributives (i.e. généralement mais pas exactement alignées sur la taxonomie de l'UE).

Hydrocarbures

Définition : Elle distingue les activités conventionnelles et non conventionnelles (pétrole des sables bitumineux, méthane de houille, pétrole extra-lourd et pétrole et gaz de l'Arctique, ainsi que pétrole et gaz issus de méthodes de production non conventionnelles telles que la fracturation hydraulique ou le forage à grande profondeur).

Conventionnel :

Définition : Elle est basée sur l'approche "Comply ou Explain" avec les entreprises figurant sur la Global Oil & Gas Exit List (GOGEL), ayant un dépassement d'expansion IEA NZE ou ayant des dépenses d'exploration (moyenne sur 3 ans).

Chaîne de valeur : Elle inclut le principe de non-expansion i.e. : ne pas être impliqué dans la prospection et/ou l'exploitation ou le développement de nouveaux gisements de pétrole ou de gaz.

Seuils : En plus du principe de non expansion, fixés à 5 % de CA provenant des activités ci-dessus et 25 % de CA provenant de produits, d'équipements ou de services sur mesure destinés à permettre l'exécution des activités susmentionnées.

Exemptions : Les entreprises peuvent être exemptées à condition de remplir au moins l'un des critères suivants :

- Avoir un objectif SBTi fixé bien en dessous de 2°C ou 1,5°C, ou avoir un engagement SBTi « Business Ambition pour 1,5°C » du SBTi ;
- Avoir une intensité d'émissions alignée sur l'objectif de 1,5°C (par exemple, TPI : 55,75 gCO₂e/MJ en 2023, ou autre évaluation scientifique de l'alignement) ;
- Moins de 15 % des dépenses d'investissement consacrées aux activités susmentionnées et n'ayant pas pour objectif d'augmenter les recettes.

- Plus de 15 % des dépenses d'investissement consacrées à des activités contributives (ie généralement mais pas exactement alignées sur la taxonomie de l'UE).

Non Conventionnel :

Définition : Elle est basée sur l'approche " Comply ou Explain" avec les entreprises figurant sur la Global Oil & Gas Exit List (GOGEL), les entreprises dont la production non conventionnelle est supérieure à 5 % ou qui connaissent une expansion non conventionnelle à court terme.

Chaine de valeur : Elle inclut le principe de non-expansion i.e. ne pas participer à la prospection et/ou à l'exploitation ou au développement de nouveaux gisements de pétrole ou de gaz non conventionnels et/ou la production absolue de pétrole et de gaz non conventionnels ou la capacité pour les activités susmentionnées ne doit pas augmenter.

Seuils : En plus du principe de non expansion, fixés à 5 % de CA provenant des activités ci-dessus ou 25 % de CA provenant de produits, d'équipements ou de services sur mesure destinés à permettre l'exécution des activités susmentionnées.

Exemptions : Les entreprises peuvent être exemptées à condition de remplir au moins l'un des critères suivants :

- Avoir un objectif SBTi fixé bien en dessous de 2°C ou 1,5°C ou avoir un engagement SBTi « Business Ambition for 1.5°C ».
- La production de pétrole et de gaz non conventionnels représente moins de 5 % de la production totale de pétrole et de gaz.
- Plus 50 % des dépenses d'investissement sont consacrées à des activités contributives (ie généralement mais pas exactement alignées sur la taxonomie de l'UE).

Électriciens

Définition : Elle se réfère à la production d'électricité ou de chaleur à partir de sources d'énergie non renouvelables. Elle est basée sur l'approche " Comply ou Explain" avec les entreprises figurant sur la liste mondiale de sortie du charbon (GCEL).

Chaine de valeur : Elle inclut le principe de non-expansion (sauf en cas d'obligations légales nationales) i.e. l'entreprise ne doit pas être impliquée dans la construction de nouvelles centrales électriques au charbon et/ou sa production absolue ou sa capacité de production d'électricité à partir du charbon ne doit pas augmenter de manière structurelle et doit être inférieure à 5 GW.

Seuils : En plus du principe de non-expansion, fixés à 5 % de CA provenant des activités ci-dessus.

Exemptions : Les entreprises peuvent être exemptées à condition de remplir au moins l'un des critères suivants :

- Avoir un objectif SBTi fixé à un niveau bien inférieur à 2°C ou 1,5°C, ou avoir un engagement SBTi « Business Ambition for 1.5°C ».
- Avoir une intensité carbone alignée sur l'objectif de 1,5 °C (par exemple, IPT : 0,348 tCO₂e/MWh en 2023, ou autre évaluation scientifique de l'alignement).
- Plus de 50 % de CA provenant d'activités contributives (ie généralement mais pas exactement alignées sur la taxonomie de l'UE).
- Plus de 50 % des dépenses d'investissement consacrées aux activités contributives.

Exclusions du Label LuxFLAG Luxembourgeois

Le tableau suivant présente les éléments de précision et écarts retrouvés dans les critères d'exclusion du Label LuxFLAG en comparaison avec les critères retenus dans les listes CTB et PAB.

Armes	<p>Définition : Elle est précisée en faisant référence aux mines antipersonnel, armes à sous-munitions, armes chimiques et biologiques, phosphore blanc, armes à l'uranium appauvri et armes nucléaires.</p> <p>Chaîne de Valeur : Elle est précisée en faisant référence aux entreprises impliquées dans la production, la vente et la distribution.</p>
Tabac	<p>Définition : Elle couvre également les produits connexes (e-cigarettes et produits du tabac/nicotine de nouvelle génération) et les services connexes (filtres, fumeurs, etc.).</p> <p>Seuils : Fixés à 5% du CA pour la production et 15% pour la distribution.</p>
Normes internationales	<p>Définition : En plus de faire référence au pacte mondial et principes de l'OCDE, elle précise qu'un processus d'engagement sera entrepris avec les entreprises qui ont commis des violations significatives et que si cet engagement n'aboutit pas au changement souhaité dans un délai de deux ans à compter du début de l'engagement, le fonds candidat doit exclure l'entreprise de son univers d'investissement.</p>
Charbon	<p>Non strictement couvert.</p> <p>Il est précisé que compte tenu de la nature progressive de la transition durable, dans le cas où les candidats investissent dans des entreprises exposées aux énergies fossiles, ils sont encouragés à envisager un engagement dédié ou à développer leurs politiques d'exclusion au fil du temps afin d'exclure ou d'établir des seuils de revenus pour les entreprises actives dans ces secteurs.</p>
Hydrocarbures	Idem
Électriciens	NA
Energie Nucléaire	<p>Le sujet n'est pas couvert par les listes de l'ESMA mais précisé dans le label.</p> <p>Définition : Extraction d'uranium, concentration, raffinage, conversion et enrichissement de l'uranium, production de structures de combustible nucléaire, construction et utilisation de réacteurs nucléaires, traitement du combustible nucléaire usé, démantèlement nucléaire et gestion des déchets radioactifs.</p> <p>Chaîne de valeur : Toutes les entreprises de production, de vente et de distribution liées à ces activités.</p> <p>Seuil : 5% du CA.</p>

Exclusions du Label FNG Allemand

Le tableau suivant présente les éléments de précision et écarts retrouvés dans les critères d'exclusion du Label FNG en comparaison avec les critères retenus dans les listes CTB et PAB.

Armes	<p>Définition : Toute arme interdite par un traité international est considéré comme controversée⁸.</p>
--------------	---

⁸ Le label précise qu'il base sa définition sur le plus petit périmètre commun utilisé par les différents fournisseurs de données dans une logique d'inclusivité.

	<p>Chaine de valeur : Elle est précisée en couvrant la fabrication d'armes controversées et/ou de leurs composants essentiels. Seuils : Fixés à 0% pour les armes controversées et 5 % du CA pour les armes conventionnelles.</p>
<p>Tabac</p>	<p>Seuils : Fixés à 5 % du CA.</p>
<p>Normes internationales</p>	<p>Définition : Elle précise qu'il s'agit généralement de violations graves et/ou répétées du Pacte mondial ou des Principes de l'OCDE.</p>
<p>Charbon</p>	<p>Seuils : Fixés à 5 % du CA.</p>
<p>Hydrocarbures</p>	<p>Définition : Elle couvre uniquement les combustibles issus de sables bitumineux et ou du processus de fracturation. Chaine de valeur : Elle couvre uniquement la production et le raffinage. Seuils : Fixés à 5 % du CA.</p>
<p>Électriciens</p>	<p>Définition : Elle concerne la production d'électricité à partir du charbon sans précisions d'intensité. Seuils : Fixés à 5 % du CA.</p>
<p>Energie Nucléaire</p>	<p>Le sujet n'est pas couvert par les listes de l'ESMA mais précisé dans le label. Définition : Les sociétés actives dans l'extraction d'uranium, la production d'électricité à partir de l'énergie nucléaire ou l'exploitation de centrales nucléaires et/ou la fabrication de composants essentiels pour les centrales nucléaires. Seuils : Fixés à 5 % du CA.</p>

5. Annexes

ANNEXE 1 : POINT DE VUE DE L'AFG SUR L'INVESTISSEMENT DANS L'INDUSTRIE DE LA DEFENSE

Chapitre 1 - Contexte sectoriel

Le contexte géopolitique a replacé la question des conflits de haute intensité au cœur des préoccupations européennes, soulignant l'urgence pour les États membres de renforcer leurs capacités de défense.

Face à un contexte international instable, les États européens prennent conscience de l'urgence de s'équiper militairement pour répondre à ces menaces et de maintenir, voire d'acquérir, une autonomie en matière de production de matériels militaires afin de garantir à la fois sécurité collective et souveraineté industrielle.

La base industrielle et technologique de défense (BITD), plus communément appelée « industrie de la défense », est très régulée par des traités internationaux ou des réglementations européennes, certaines armes étant interdites par les traités ratifiés par la France.

Pour autant, une analyse ESG fine doit être menée pour la sélection des émetteurs en portefeuille en veillant au respect des bonnes pratiques, notamment en matière d'éthique des affaires (encadrement des apporteurs d'affaires et lutte contre la corruption) et en s'intéressant aux diligences de l'émetteur sur sa chaîne de valeur et la traçabilité du produit.

A) Règlement qui régit le secteur de la défense en Europe [position commune 2008/994 (UE)]

Le mécanisme de contrôle des exportations des matériels militaires est fondé sur un principe général d'interdiction, à moins d'obtenir une autorisation de l'État et d'opérer sous sa supervision, ce qui engendre une soumission complète de la BITD à un encadrement étatique.

En effet, la Position Commune 2008/944/PESC de l'Union européenne définit les critères d'octroi des licences d'exportation, avec une attention renforcée sur le respect des droits humains, la stabilité régionale et les engagements internationaux de non-prolifération des armes non-conventionnelles.

Parallèlement, l'industrie de l'armement s'inscrit dans un cadre normatif strict, régi par des normes internationales telles que les Conventions de Genève de 1949 et le Statut de Rome de la Cour pénale internationale. Ces instruments juridiques fondamentaux imposent des limites à la production et à l'utilisation d'armements, interdisant les armes causant des souffrances inutiles ou frappant sans distinction les personnes ne participant pas directement aux conflits armés.

B) Règlementations européennes et engagements nationaux/internationaux

a. Règlementations européennes

Si les règlements européens tels que le règlement SFDR et la directive CSRD n'excluent pas explicitement l'industrie de la défense, ils imposent une transparence et une rigueur accrue dans l'évaluation des investissements.

Le règlement SFDR⁹ (Sustainable Finance Disclosure Regulation) impose la transparence par les sociétés de gestion sur leur exposition aux mines antipersonnel, armes à sous-munitions, armes chimiques ou armes biologiques dont la production, commercialisation, etc. est interdite en France

⁹ [Annexe I au Règlement Délégué \(EU\) 2022/1288 du 6 avril 2022 \(« Règlement délégué SFDR »\)](#)

ainsi que sur les mesures mises en place pour encadrer les risques d'impacts négatifs associés à ces investissements.

La directive CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive), en vigueur depuis janvier 2024, renforce les obligations des entreprises en matière de reporting extra-financier. L'industrie de la défense doit démontrer sa contribution positive à la sécurité collective tout en garantissant l'absence d'impacts négatifs significatifs, en ligne avec les exigences des principales incidences négatives (PAI) du SFDR.

A noter que l'ESMA, dans ses orientations sur la dénomination des fonds¹⁰, impose à tous les fonds intégrant une référence ESG dans leur dénomination l'exclusion des entreprises produisant des mines antipersonnel, des armes à sous-munitions, des armes chimiques ou des armes biologiques.

b. Engagements nationaux et internationaux concernant les armes controversées

Sur le plan juridique national, les articles R311-2 à R311-4-1 du Code de la sécurité intérieure fournissent une liste exhaustive des matériels de guerre, armes et munitions reconnus par l'Etat français.

Sur le plan juridique international, la France est signataire et partie prenante de plusieurs traités internationaux. Elle s'engage activement en matière de non-prolifération des armes nucléaires, chimiques et biologiques et de coopération sur les usages pacifiques de l'énergie nucléaire.

Dans le cadre des armes nucléaires, elles doivent être traitées au regard du traité de non-prolifération (Traité sur la non-prolifération des armes nucléaires signé en 1992¹¹). Une vigilance doit être portée sur les pays ne l'ayant pas signé.

La lutte contre la prolifération des armes inclut donc la prolifération des armes nucléaires chimiques et biologiques et de manière plus générale, les armes de destruction massive. Sont visées, les mines antipersonnel (Convention d'Ottawa de 1997¹²), les bombes à sous-munitions (Convention d'Oslo de 2008¹³), les armes chimiques et biologiques (Convention contre les armes biologiques adhéree en 1984 et Convention sur les armes chimiques ratifiée en 1995¹⁴), ainsi que certaines armes classiques qui peuvent être considérées comme produisant des effets traumatiques excessifs ou comme frappant sans discrimination (Convention de Genève en 1980¹⁵). A contrario, cette lutte ne vise pas à inclure la prolifération des armes conventionnelles, c'est-à-dire les armes qui sont conformes aux conventions internationales.

Cette lutte repose également sur l'identification en amont des risques de détournement de produits à des fins militaires. En effet, le tissu industriel et scientifique français peut faire l'objet de captation et de détournement de savoirs, savoir-faire et technologies pour permettre le développement ou la multiplication d'armes. Par exemple, il existe des besoins spécifiques de matériels pour produire des

¹⁰ [Publication de l'ESMA sur les orientations sur les noms des fonds liés aux critères ESG](#)

¹¹ [Traité sur la non-prolifération des armes nucléaires en 1992](#)

¹² [Convention d'Ottawa de 1997](#)

¹³ [Convention d'Oslo de 2008](#)

¹⁴ [Convention sur les armes biologiques \(CAB\)\(1984\) et Chimiques \(CAC\)\(1992\)](#)

¹⁵ [Convention de Genève de 1980](#)

armes tel que des matériaux isolants, boulons résistant à une très faible température, machines de refroidissement.

L'Etat français au travers notamment de la DGSJ¹⁶ et de ses partenaires (principalement la DGSE¹⁷) doivent être en mesure d'identifier des circuits d'acquisition et des sociétés écran qui tentent d'acheter ces biens en France et de sensibiliser les entreprises aux potentiels risques de détournement de ces produits à des fins militaires.

Chapitre 2 - Les cadres d'analyse

A) Les points d'attention spécifiques à l'industrie de la défense

La base industrielle et technologique de défense (BITD) présente des caractéristiques qui nécessitent une analyse rigoureuse et nuancée, notamment en raison de la complexité de sa chaîne de valeur. La diversité d'intervenants complique l'identification et la mesure d'impact de chaque maillon.

En outre, la nécessité de protéger certaines informations sensibles, liées au secret-défense, limite l'accès à des données cruciales, pouvant augmenter le risque d'évaluation erronée des entreprises impliquées. En ce sens, les exportations d'armement, peuvent soulever des préoccupations d'éthique voire de sécurité, sachant toutefois qu'elles sont régies par des réglementations strictes. Les risques liés à des armes utilisées dans des contextes de violations des droits de l'homme ou de conflits armés sont d'autant plus pressants, particulièrement dans des zones de conflit ou dans des Etats où les contrôles sont moins rigoureux.

L'évaluation des risques liés aux exportations d'armement nécessite une analyse détaillée des clients et des utilisateurs finaux pour éviter que des armes ne soient détournées vers des régimes sous sanctions ou responsables de violations graves du droit international humanitaire.

A ces risques s'ajoutent des enjeux environnementaux. La production et l'utilisation d'armement peuvent générer un impact négatif environnemental, à travers la consommation de ressources parfois rares, des émissions de Co² liées à la fabrication et au transport, ainsi que l'impact des déchets militaires.

Par ailleurs, certaines entreprises de défense sont duales, c'est-à-dire qu'elles développent des technologies à usage civil et militaire. Cette dualité, bien que perçue comme une source d'innovation, peut rendre l'évaluation des risques plus complexe. Il est donc primordial de porter attention à l'usage potentiel des produits et des acteurs impliqués dans la chaîne de valeur.

B) Diligence raisonnable des entreprises de la défense en matière d'exportation d'armement et d'utilisation des produits et services

¹⁶ Direction Générale de la Sécurité Intérieure : service civil rattaché au ministère de l'intérieur

¹⁷ Direction Générale de la Sécurité Extérieure : service civil, parfois militaire, rattaché au ministère des Armées.

Le Traité sur le commerce des armes (TCA) impose d'évaluer rigoureusement le risque que les armes puissent être utilisées pour commettre des crimes graves ou des actes de génocide.

Les entreprises doivent donc mener une analyse rigoureuse des utilisateurs finaux et anticiper d'une part les risques de perpétration de crimes de guerre ou de crimes contre l'humanité, et d'autre part les risques de détournements, comme des ventes indirectes vers des pays sous sanctions.

L'application des Principes directeurs des Nations Unies et des Lignes directrices de l'OCDE en matière de diligence raisonnable permet de structurer cette analyse. Il est crucial de hiérarchiser les risques selon leur gravité et leur probabilité, en tenant compte des risques de violations graves du droit international humanitaire, ainsi que des risques de complicités dans des crimes internationaux liés à l'utilisation de leurs produits et services.

Face à ces risques, il serait préférable que les entreprises du secteur mettent en œuvre une politique de diligence effective. La délivrance d'une licence étatique ne dispense pas d'un contrôle interne rigoureux de la part des entreprises.

La diligence raisonnable ne relève pas d'une simple formalité, mais d'une impérative nécessité pour les entreprises du secteur de la défense. Face à des enjeux critiques d'éthique, de responsabilité juridique et d'image, elles sont encouragées à adopter des politiques robustes, proportionnées et proactives.

C) Les bonnes pratiques de la gestion d'actifs

Pour plus de clarté dans les politiques d'exclusion, il est préférable d'éviter une référence générique au terme « armes controversées ». Si le terme est employé, il est recommandé d'en définir la portée, à l'instar du Règlement délégué SFDR et des orientations de l'ESMA, et à des fins notamment de transparence auprès des investisseurs.

Dans le cas où la politique viserait spécifiquement les armes interdites par les traités internationaux dont la France est partie, l'utilisation du terme « armes interdites » assure plus de clarté. Dans le cadre de l'exclusion des « armes interdites », une bonne pratique, concernant les armes nucléaires serait d'indiquer que les pays déjà dotés (dont la France) ne sont pas concernés par l'exclusion liée au Traité sur la non-prolifération des armes nucléaires.

Par ailleurs, l'analyse ESG des entreprises de l'industrie de la défense suit les mêmes principes que dans d'autres secteurs industriels, mais nécessite des vérifications spécifiques :

- En premier lieu, analyser les diligences raisonnables des entreprises, pour notamment s'assurer que ces dernières disposent des licences d'exportation nécessaires, respectent les conventions applicables et contrôlent les risques liés à leurs produits et services.
- Et dans tous les cas, pas de financement d'armes interdites par les traités ou dont l'utilisation serait en violation avec les traités.

L'ensemble de ces pratiques met en lumière les nombreux moyens nécessaires aux acteurs financiers pour analyser les entreprises de l'industrie de la défense.

CONFIDENTIEL

ANNEXE 2 : PRATIQUES D'INTEGRATION DES EXCLUSIONS DANS LE PROCESSUS D'INVESTISSEMENT CONSTATEES AU SEIN DU GT

	SGP A	SGP B	SGP C	SGP D	SGP E	SGP F	SGP G
Gouvernance							
Instance de validation de la politique d'exclusion et de sa mise à jour	Comité Méthodologique (ad hoc) + validation en comité senior des principes d'exclusion + nouvelles exclusions	Comité Stratégique de Durabilité	Comité Éthique (réunit la direction des services suivant : Gestion, Recherche ISR, RCCI) / (biannuel)	Comité Stratégique ISR	Comité annuel de revue des listes d'exclusion	Comité exclusions	Comité ESG : équipe ESG + responsables de chaque pole + Président et CEO
Instance de validation de la mise à jour de la liste d'exclusion	SteerCo hebdo ESG avec ESG experts les utilisateurs	Comité d'Engagement et de Suivi ESG	Comité Éthique	Comité Stratégique ISR	Comité annuel de revue des listes d'exclusion	Comité exclusions	Équipe ESG + Gestion institutionnelle et privée
Instance de gouvernance Produits validant l'application des listes d'exclusion au niveau des produits	Comité stratégique Produit (bimensuel)	Comité Stratégique de Durabilité / Comité Produit	Comité Éthique	Comité Stratégique ISR	Ingénierie produits (fonds ouverts) / service clients pour les mandats	Comité Produit	Comité Produit
Organisation interne/pilotage							
Analyse des critères / textes	Recherche quant ESG + experts ESG	Recherche qualitative ESG + Coordination IR	Recherche ISR	Recherche ISR + Équipe Data	Équipe d'Analyse ESG (équipe quant + analyse qualitative)	Équipe IR	Spécialistes ESG
Équipe(s) en charge de la sélection et l'utilisation des données brutes	Recherche quant ESG + experts ESG	Recherche qualitative ESG + Coordination IR	Recherche ISR RCCI (étude de faisabilité/implémentation)	Recherche ISR	Équipe d'Analyse ESG (équipe quant + analyse qualitative)	Équipe IR	Spécialistes ESG
Équipe(s) en charge de la construction de la liste d'exclusion	Recherche quant ESG + experts ESG	L'équipe de gestion des données + recherche Quant ESG	Recherche ISR	Recherche ISR	Équipe d'Analyse ESG (équipe quant + analyse qualitative)	Équipe IR	Spécialistes ESG

Équipe(s) en charge des analyses d'impact sur les fonds + Impact sur l'univers d'investissement)	Étude de faisabilité et impact sur les univers d'investissement impliquant (Experts ESG, Gestion, recherche quant ESG, recherche Quant, Risques, marketing produits)	Analyse d'impact par les équipes Risques (fonds)	RCCI & Recherche ISR (Analyse), Data (gestion des données, réalisation de simulations)	Recherche ISR + Équipe Data	Direction des risques d'investissement (avec support en amont de l'équipe ESG quant et du service des contraintes d'investissements)	Analyse d'impact par les équipes Risques (fonds) + Équipe IR	Spécialistes ESG
Équipe(s) en charge de la dissémination et l'implémentation	(Experts ESG, Quant ESG, IT, Gestion, Risques, marketing produits)	L'équipe de gestion des données + recherche Quant ESG (dissémination) + Monitoring Pre/Post Trade (implémentation)	RCCI (Paramétrage des outils) Data (gestion des données & alimentation des outils) Gestion (Partage de l'information aux personnes concernés)	Recherche ISR	Dissémination en interne : directrice ESG / Service des contraintes d'investissement	RCCI (validation et partage des listes) Référentiel (paramétrage) Risques (implémentation)	Spécialistes ESG + Équipe Risques
Cohérence méthodologique avec les autres exclusions de la SGP	Mapping des critères fait par Marketing produits + experts ESG	Mapping par Coordination IR	RCCI		Analyse ESG + revue conformité	Comité Exclusions	Spécialistes ESG
Fréquence de mise à jour	A minima annuelle + Adhoc	A minima annuelle + Adhoc au cas par cas	Biannuelle + possibilité de mises à jour ad-hoc	Annuelle	Annuelle en principe (+ Adhoc si nécessaire)	A minima annuelle + Adhoc au cas par cas	Trimestrielle et Annuelle
Processus de revue des ajustements qualitatifs et exemptions	Encadré par Procédure	Validation systématique en Comité (ajustements qualitatifs + exemptions sur les listes d'exclusion)	Validation systématique en Comité (ajustements qualitatifs + exemptions sur les listes d'exclusion) Recherche ISR & RCCI (cohérence de l'interprétation de la politique)	Proposition de l'équipe de Recherche ISR, validation systématique par le Comité de Recherche ISR.	Équipe ESG fait en amont du comité de revue annuelle des listes d'exclusion et présenté pour validation lors du comité	Validation en Comité Exclusions (exemptions) + Équipe IR (analyse / proposition)	Validation systématique en Comité Risk ESG

Traitement cas spécifiques (filiales/parents, instruments etc.)	Implémentation dans les listes d'exclusion (recherche quant ESG + gestion des données)	Clarifications : Recherche qualitative ESG + Coordination IR Implémentation dans les listes d'exclusion (recherche quant ESG + gestion des données) ou au niveau de l'implémentation (Monitoring Pre/Post Trade)	Définition méthodologique cohérente entre le RCCI et les équipes de gestion. Validation par le comité Éthique. Paramétrage par le RCCI.	Implémentation des exceptions dans les listes d'exclusions avec l'équipe Data. Uniquement sur demande de l'équipe ISR et après validation unanime de l'équipe de Recherche ISR.	Équipe ESG / Contraintes d'investissement : retraitement au cas par cas si incohérence notée par la gestion	Clarification : Équipe IR + Référentiel	Validation systématique en Comité Risk ESG
Mesure de contrôle							
Intégration dans les outils & systèmes : (risque, data & front)	Full automatisation en partant de l'outil dédié à la recherche ESG avec chargement dans l'outil Front ESG, outil front gestion +risques	Automatisation : intégration par les équipes Techno et déploiement dans les outils de données + outils Front Office	RCCI (paramétrage des outils de contrôles) Data (Import des données & alimentation des outils)	Équipe Risques et Data paramètrent les contrôles dans le PMS.	Responsable des contraintes d'investissements+ data management	Référentiel : import des données et alimentation de l'outil back to front	Automatisation : Plateforme interne pour le suivi des contrôles et dépassements, mise à jour sur une base quotidienne, hebdomadaire ou mensuelle.
Contrôles pré Trade/post Trade,	Règles pré et post-Trade sont codées dans un module de l'outil de gestion qui est dédié aux contrôles	Règles pré et post-Trade sont codées dans un module de l'outil de gestion dédié aux contrôles	Règles pré et post-Trade sont codées dans un module de l'outil de gestion dédié aux contrôles	Règles pré et post-Trade sont codées dans un module de l'outil de gestion dédié aux contrôles	Responsable des contraintes d'investissements : pré/ post Trade	Règles pré et post-Trade sont codées dans un module de l'outil de gestion qui est dédié aux contrôles	Règles pré et post-Trade sont codées dans un module de l'outil de gestion dédié aux contrôles
Blocage des ordres et procédure d'escalade	Blocage automatique dans l'outil de gestion	Blocage automatique dans l'outil de gestion	Blocage automatique dans l'outil de gestion	Blocage automatique dans l'outil de gestion	Responsable des contraintes d'investissements/ outils de gestion + avec demande avis de l'ESG	Blocage automatique dans l'outil de gestion	Blocage automatique dans l'outil de gestion

Procédure de désinvestissement	Désinvestissement suite à la validation de la liste d'exclusion et suivi par les risques	Désinvestissement suite à la validation de la liste d'exclusion et validation systématique par les Risques pour les cas où les portefeuilles ne désinvestissent pas	RCCI (supervision) Gestion (exécution) Délai raisonnable accordé à la gestion post validation de l'exclusion & désinvestissement	Désinvestissement suite à la validation de la liste d'exclusion et suivi par les risques	Conformité/ Services des contraintes 1 mois pour désinvestir à compter de la date de mise en production	RCCI (supervision) Gestion (exécution) Délai raisonnable accordé à la gestion post validation de l'exclusion & désinvestissement	Délai raisonnable accordé à la gestion post validation de l'exclusion & désinvestissement
Transparence							
Communication sur les critères d'exclusion	Critères disponibles (analyse comparative) sur le site internet	Politiques incluant les critères, les critères d'exemption, fournisseurs de données utilisés, revue qualitative, mise en place, disponibles sur le site internet	Document dédié sur le site internet. Les sujets abordés sont les textes de référence, le périmètre de fonds concernés, la méthodologie des différentes exclusions ainsi que les procédures d'élaboration des listes	Politique d'exclusion exhaustive sur le site internet qui consolide toutes les informations.	Communication interne Présentation en comité ESG clients Communication à l'externe effectuée par le service clients Publication des politiques sur le site internet + doc consolidé	Politiques incluant les critères, les critères d'exemption, fournisseurs de données utilisés, revue qualitative, mise en place, disponibles sur le site internet	Politiques incluant les critères d'exclusion, fournisseurs de données utilisés, revue qualitative, mise en place, disponibles sur le site internet
Accès à la liste des produits concernés (reporting)	Les labels accordés à chaque fonds sont disponibles sur les rapports mensuels (et donc exclusions attachées) et exclusions sur prospectus/SFDR	Les politiques appliquées sont mentionnées dans les annexes SFDR / prospectus	Les politiques appliquées sont mentionnées dans les annexes SFDR / prospectus	Les politiques appliquées sont mentionnées dans les annexes SFDR / prospectus	Renvoi vers les politiques dans les documents précontractuels (SFDR, prospectus)	Les politiques appliquées sont mentionnées dans les annexes SFDR / prospectus	Les politiques appliquées sont mentionnées dans les annexes SFDR / prospectus

ANNEXE 3 : GUIDE D'ENTRETIEN AVEC LES LABELS

Context

AFG is the French Asset Managers (AM) professional association. In early 2025 AFG launched a Working Group (WG) dedicated to Exclusions Lists to identify market practices, better understand the expectations from the key European Labels and compare them with the ESMA guidelines.

Among others, the WG performed a cross analysis of the labels criteria that raised several interrogations that we would like to share with you. We would like to build on your answers internally to complement the work that has been performed by the WG and clarify our understanding of European Labels' articulation. The information shared won't be used publicly without prior validation from your side.

Please also note that the items covered in this guide are reflexions from the WG and, as such, do not aim at reflecting AFG views on the topic for the moment.

Transversal Questions

- Have you put in place communication and/or coordination processes with other European Labels and with ESMA? If yes, could please describe them?
- Would you say that harmonisation with other labels expectations, especially regarding exclusion criteria, is part of your objectives? If not, would you consider it?
- Are you considering aligning with ESMA CTB exclusion criteria?
- In 2020 the European Commission launched an "EU Ecolabel for Retail Financial Products" project. Are you involved in this project? Do you know what is the current status? Do you believe that this project could be an opportunity for labels harmonisation at EU level?
- What are the key strategic orientations that you are currently considering for your label for the next months? As part of them, are you considering making your exclusions criteria evolve?

Controversial weapons

- **[FNG & TS only]** How do you see discussion that are currently happening at European level? Would you consider making your exclusion criteria to evolve in order to adapt at short/medium term?
- **[FNG, LuxFLAG & TS only]** Regarding the nuclear weapon, and according to your definition, should exemptions cover undertakings that are located in all countries that are signatory of the Non-proliferation treaty or only the 5 countries that already own the nuclear weapon.

Tabaco

- ESMA exclusions are defined based on the first euro invested. Would you consider aligning your definition on this?

International norms

- **[Label ISR & FNG only]** Would you consider adding the OECD Guidelines for Multinational Enterprises to your definition in order to align with the ESMA guidelines?
- **[TS only]** You are the only label explicitly covering the ILO Conventions in its definition. Should the latest conventions 155 and 187 (related to Health and Safety) from 2022 be covered? Knowing that data providers are usually only covering the Global Compact principles and OECD Guidelines, what would be your recommendation to address this point?

- **[All – TS]** Based on our analysis, you are not explicitly referring to the ILO Convention in the criteria of your label. This being said, principles 3 to 6 of the Global Compact are referring to them. Should it be understood that compliance with the ILO Convention is expected? If yes, should the latest conventions 155 and 187 (related to Health and Safety) from 2022 be covered?

Coal

- The definitions used by most of the organisations that are providing data on this topic does not align with the definition you are using, some being less demanding (i.e. for most data providers) and another too much (namely Urgewald). Which type of data would recommend using?

Fossil fuel

- That we know, there is no internationally recognized definition that would allow to distinguish conventional from un-conventional fossil fuels. In the definition of the Sustainable Finance Observatory is largely used. What would be your recommendation for a common definition? Would you include Arctic and Ultra Deep Offshore into it?
- The ESMA guidelines state that “investments in European Green Bonds that have been issued under the European Green Bonds Regulation (Regulation (EU) 2023/2631) do not need to be assessed under the CTP and PAB exclusions”. Would you consider adding such a paragraph to your criteria?

Utilities

- Would you consider aligning your threshold on ESMA Guidelines criteria?
- **[Label ISR only]** Your definition is based on GhG emissions per kWh but the data we generally have access to are kWh per energy type. Would you consider providing reference emissions factor for each type of energy?

Other topics

- **[LuxFLAG Only]** You are encouraging AM to consider dedicated engagement or exclusion policies for companies active in various sectors (Alcohol, gambling etc.) without formally excluding them from your label. Would you consider formalising your position regarding those sectors by either excluding them totally or accepting them into the label without restriction?