



INVESTISSEMENT À IMPACT

UNE DÉFINITION EXIGEANTE
POUR LE COTÉ ET LE NON-COTÉ

FIR FORUM POUR
L'INVESTISSEMENT
RESPONSABLE

France⁷
Invest

Association des investisseurs
pour la croissance

SOMMAIRE

Préambule	Page 2
Définition de l'investissement à impact	Pages 3 à 4
Les exigences d'une démarche d'investissement à impact	Pages 5 à 6
Intentionnalité	
Additionnalité	
Mesure d'impact et son utilisation	
Périmètre et prises de position méthodologiques	Pages 7 à 8
Les différences entre l'impact, l'ISR, l'ESG et la finance solidaire	
Prises de position méthodologiques	
Ouverture : des sujets complexes et qui restent ouverts	Pages 9 à 10
Les enjeux pour les acteurs de l'industrie financière et les superviseurs financiers	Page 11
Annexe I – Liste des participants au groupe de travail	Page 12
Annexe II – Initiatives de place sur l'impact et leurs méthodologies	Pages 13 à 17

L'impact constitue la nouvelle frontière de la finance responsable. Si cette dernière s'est construite en investissant prioritairement dans les entreprises disposant des meilleures pratiques environnementales, sociales et de gouvernance, l'heure est venue de construire des fonds qui sont capables de démontrer leur impact positif et donc de tenir toute leur promesse auprès des souscripteurs.

Après avoir promu les critères ESG dans le *Private Equity* en France, France Invest s'est dotée en 2012 d'une commission fédérant les investisseurs à impact du non-coté. Le Forum pour l'Investissement Responsable (FIR) promeut depuis vingt ans la finance responsable qui dispose, avec les fonds solidaires, d'une pratique déjà éprouvée d'investissement à impact. Mais force est de constater que construire un fonds actions cotées ou obligataire à impact demeure un exercice nouveau. Cette nouvelle étape ne remplace d'ailleurs pas les pratiques précédentes qui demeurent pour nous un socle essentiel, mais leur ajoute une exigence nouvelle.

Or, de l'amorçage au capital-transmission et à l'univers du coté, de nombreux acteurs s'intéressent aujourd'hui à l'impact. En proposant ce guide commun, élaboré en confrontant les pratiques de professionnels exigeants du coté et du non-coté,

France Invest et le FIR cherchent à éviter la tentation des discours *marketing* creux et de l'*impact-washing*. Nous avons simplement voulu dessiner les contours de ce que l'on peut raisonnablement appeler et attendre d'un fonds à impact. Il faudra encore des expérimentations, de la recherche, de l'innovation méthodologique, en un mot des progrès, pour normaliser les pratiques, mais d'ores et déjà, les grandes lignes des pratiques sérieuses se dessinent. A bon droit, les fonds qui remplissent les lignes directrices de ce guide peuvent alors se prévaloir de la notion d'impact. Nous invitons le régulateur comme les professionnels à se saisir de ce travail commun pour construire ensemble la finance à impact de demain, une finance exigeante sur ses méthodes et sur ses résultats. Alors que le climat se dérègle, que la biodiversité s'effondre, que les inégalités se creusent de manière inquiétante, la finance à impact représente une voie de progrès qui mérite efforts et encouragements. Tel est bien le sens de ce guide.



Mathieu Cornieti
Président de la commission
Impact de France Invest



Alexis Masse
Président du FIR

PRÉAMBULE

L'investissement à impact s'est fortement développé en France et à l'international depuis une dizaine d'années : il représenterait¹ 715 milliards de dollars en 2020 contre 502 milliards en 2019 (*Annual Investor Impact Survey 2020*, GIIN). En France, l'investissement à impact regroupe aujourd'hui une gamme grandissante d'acteurs, dont les fonds sont situés essentiellement sur les marchés non cotés, mais avec de premières approches qui naissent sur les marchés cotés.

Quel que soit le périmètre retenu pour évaluer la taille du marché, il demeure un segment de niche composé d'un grand nombre d'acteurs de petite taille qui ciblent de façon explicite des investissements réalisés avec l'intention de générer des impacts sociaux et/ou environnementaux positifs en même temps qu'un rendement financier. Cette approche pionnière se diffuse aujourd'hui auprès d'un nombre croissant d'acteurs financiers responsables, en particulier depuis le succès des Objectifs de Développement Durable (ODD). Ceux-ci complètent depuis peu leur démarche ESG par une réflexion sur les impacts de leurs investissements, notamment liés au cœur de métier des entreprises.

En découle une multiplication d'initiatives internationales, comme le collectif *Impact Management Project* (IMP) ou les *Operating Principles for Impact Management* (OPIM)² de la SFI (IFC) du groupe Banque mondiale, qui reflètent ce nouvel intérêt pour évaluer et améliorer les externalités positives des investissements. Cependant, les contributions diverses et hétérogènes des investisseurs sur l'impact, et l'appropriation massive des ODD, contribuent à une confusion entre les pratiques, laissant la place à beaucoup d'interrogations sur la robustesse méthodologique des processus d'investissement se référant à l'impact.

Dans ce foisonnement d'initiatives et de méthodes, il nous semble indispensable d'accompagner le développement du secteur en apportant notre contribution afin d'en clarifier les frontières et les approches. Un besoin important de formalisation de définition de l'impact, de sa mesure et son intégration dans les décisions dans le cadre de l'investissement se fait, en effet, sentir.

Les superviseurs financiers se posent aussi, naturellement, ces questions du point de vue de la protection de l'épargne et de la sincérité des informations communiquées aux investisseurs. L'entrée en vigueur prochaine du règlement « *disclosure* » de l'Union Européenne, la publication récente par l'AMF d'une doctrine en matière de transparence des informations à communiquer aux porteurs de parts d'OPC souhaitant intégrer des critères extra financiers dans leur gestion financière, témoignent d'un questionnement renforcé sur la robustesse des engagements et des méthodologies proposées par les acteurs de l'industrie financière. Ce questionnement est légitime mais les réponses apportées doivent aussi prendre en compte les difficultés objectives que soulèvent cette intégration.

Dans ce cadre, le FIR et France Invest ont conjointement lancé en 2019 un appel à candidature pour former un groupe de travail (GT). L'objectif consiste à mobiliser investisseurs et gérants afin d'aboutir à une vision formalisée de ce qu'est l'investissement à impact à partir de leurs pratiques professionnelles et de partager les éléments saillants qui en résultent. Il s'agit donc d'une approche *bottom up* et pas d'un exercice académique. Le groupe de travail a mobilisé des investisseurs et gérants, issus du coté et non coté, comptabilisant au total 52 participants³.

Ce document constitue la synthèse des différents travaux menés par le GT et les différentes prises de décision des praticiens mobilisés.

Compte-tenu du contexte mouvant, de la multiplication des initiatives en cours et de la complexité du sujet qu'est l'impact, ce document aura vocation à être complété. Le groupe de travail pourra être amené à se mobiliser de nouveau afin de faire évoluer cette première synthèse.

¹ Ces chiffres sont écrits au conditionnel car ils sous-tendent une définition de l'impact.

² Des initiatives de place et référentiels méthodologiques existants sur la finance à impact sont détaillées en annexe.

³ Liste des participants en annexe.

DÉFINITION DE L'INVESTISSEMENT À IMPACT

L'impact se réfère aux externalités sociales et/ou environnementales positives attendues des investissements (le « pourquoi » ou approche de « résultats »). Il est évalué par rapport à des objectifs d'impacts spécifiques et définis ex-ante, fondés sur une intentionnalité de l'investisseur et, le cas échéant, des entreprises dans lesquelles il investit. Les thématiques d'impact sont aussi diverses que les investisseurs à impact, quelques exemples toutefois : création d'emplois dans des zones difficiles, accès aux services essentiels pour les populations à faibles revenus (accès à l'éducation, à la santé, à l'électricité), réduction nette des émissions de GES par unité produite, etc... Ce présent rapport a comme objectif de préciser cette définition.

Se reposant sur les travaux structurants déjà effectués par la Commission Impact de France Invest (Charte France Invest Impact⁴), le groupe de travail structure sa réflexion selon trois caractéristiques principales liées à l'investissement à impact : l'intentionnalité, l'additionnalité, la mesure de l'impact et son intégration dans les processus d'investissement. Ces éléments de définition font écho aux travaux de la taskforce sur l'investissement à impact social du G8⁵ et du Global Impact Investing Network (GIIN)⁶.

► L'INTENTIONNALITÉ

L'intentionnalité, selon la définition du GIIN, correspond à la volonté intentionnelle de l'investisseur de contribuer à générer un bénéfice social ou environnemental mesurable. Les investisseurs d'impact ont pour objectif explicite de répondre à un enjeu du développement durable. C'est ce qui différencie l'investissement d'impact des autres approches d'investissement responsable, basées sur un processus générique d'intégration ESG avec éventuellement une prise en compte partielle de l'impact. Comme le rappelle la Charte France Invest Impact, l'investisseur poursuit dès lors un double objectif de performance financière et d'impact. Cette intention concerne tous les investissements du fonds (approche systématique) et intervient au moment de la décision d'investissement (ex-ante).

A contrario, l'intentionnalité ne consiste pas à :

- Revendiquer des impacts ex-post sans avoir affirmé avoir eu l'intention de générer ces impacts au préalable.
- Lancer un fonds dit à impact où la stratégie d'impact ne couvre qu'une partie du portefeuille de ce fonds.

► L'ADDITIONNALITÉ

L'additionnalité est envisagée comme l'action ou la contribution particulière et directe de l'investisseur permettant à l'entreprise investie ou au projet financé d'accroître l'impact net positif généré par ses activités. Elle répond à la question : « si l'actif n'avait été financé par cet investisseur en particulier quelle serait la différence ? ». L'additionnalité est une façon de matérialiser l'intentionnalité. Elle peut être financière (financements d'actifs peu ou pas couverts par les marchés financiers par exemple) et/ou extra-financière (accompagnement actif des entreprises vers plus d'impacts sociaux et/ou environnementaux par exemple).

À l'inverse, l'additionnalité ne se traduit pas par :

- Une contribution financière et extra-financière similaire à celle relevant d'une gestion responsable générique d'intégration ESG sans intentionnalité précise de générer un impact.
- Une position d'actionnaire passif ou dormant.
- Un apport uniquement financier, comme peut l'être un fonds indiciel ou un fonds de co-investissement passif.

⁴ <https://www.franceinvest.eu/club/commission-impact>

⁵ https://www.economie.gouv.fr/files/files/PDF/RapportSII/Fce_vdef_28082014.pdf

⁶ <https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#what-is-impact-investing>

► LA MESURE D'IMPACT

La mesure d'impact correspond à l'évaluation des externalités sociales et/ou environnementales des investissements, à l'aune des objectifs d'impact intentionnellement poursuivis par l'investisseur. Les objectifs d'impact poursuivis sont par essence positifs, qu'ils représentent une recherche d'augmentation de l'externalité positive (dans le temps ou par rapport à un scénario de référence) ou une réduction significative de l'externalité négative de l'entreprise. L'évaluation peut être qualitative ou quantitative, et peut concerner l'impact des produits et services proposées par l'entreprise ainsi que, dans certains cas, l'impact significatif de ces processus⁷. **Les résultats de cette mesure d'impact** doivent être communiqués et utilisés par l'investisseur dans ses décisions d'investissement.

La robustesse de la mesure d'impact n'est pas établie quand elle consiste à :

- Revendiquer/s'attribuer de façon excessive des résultats de mesure d'impact sans transparence sur l'additionnalité réelle apportée par l'investisseur.
Exemple : investir dans une entreprise pharmaceutique cotée et revendiquer un nombre de vaccins produits (voire de vies sauvées) par euro investi.
- Présenter l'exposition thématique aux Objectifs de Développement Durable comme une mesure d'impact en soi et suffisante.
Exemple : exposition du chiffre d'affaires aux ODD des entreprises investies, présentée comme mesure d'impact.
- La démarche de mesure d'impact reste au stade de l'identification (pas de mesure qualitative ou quantitative).
Exemple : description des enjeux.
- Ne pas préciser l'horizon temporel des impacts présentés dans un rapport annuel.
Exemple : agrégation des impacts sur plusieurs années sans le préciser clairement.

Il existe des liens forts entre ces trois critères et, en particulier, intentionnalité et additionnalité qui sont synthétiquement présentés dans le graphique ci-dessous.

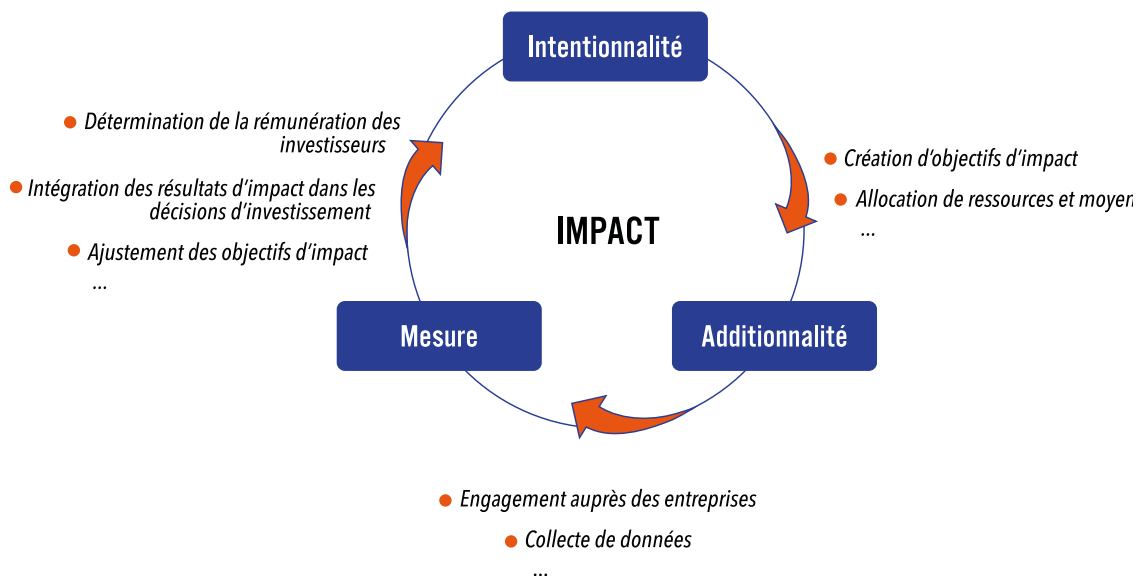


Figure 1 - Interrelations entre Intentionnalité, Additionnalité et Mesure d'Impact. Source : GT Impact.

⁷ Des précisions sur le périmètre sont présentées en partie III.

LES EXIGENCES D'UNE DÉMARCHE D'INVESTISSEMENT À IMPACT

D'après les synthèses issues des groupes de travail, l'investisseur à impact devrait présenter neuf caractéristiques clés, même s'il peut le faire avec des degrés d'intensité différents tenant compte de la maturité des thématiques d'impact, de la disponibilité des méthodologies et des données nécessaires aux calculs d'indicateurs d'impact.

► INTENTIONNALITÉ

1. **Thèse d'impact** clairement définie, qui se traduit par une politique d'investissement alignée sur les objectifs d'impact recherchés. Dans la mesure du possible, ces objectifs d'impact apportent une contribution aux Objectifs du Développement Durable ou d'autres catégories d'objectifs reconnus.
2. **Démarche d'impact** formalisée sur l'ensemble du cycle d'investissement adaptée à la classe d'actifs, avec des objectifs d'impact définis ex-ante et des moyens mis en œuvre associés. Cette démarche se matérialise notamment par une sélection pro-active d'entreprises en fonction des impacts attendus

des investissements. La démarche d'impact s'appuie sur une **cartographie préalable** des thématiques d'impact et des externalités, afin de garantir une **cohérence** dans les investissements **et piloter les externalités positives comme négatives**.

3. **Gouvernance adaptée** avec une mobilisation claire des équipes et des instances de gouvernance ainsi que des ressources attribuées pour permettre la mise en œuvre de la stratégie d'impact (comité d'impact, présence d'un expert impact au conseil d'administration de la société de gestion ou du fonds, ...).

► ADDITIONNALITÉ

4. La démarche d'additionnalité doit être **intégrée au processus d'investissement du fonds et recouvrer l'essentiel des actifs présents en portefeuille**⁸. Elle doit ainsi être le reflet d'une gestion active avec des moyens alloués. Dans certains cas, le critère d'additionnalité peut être présumé atteint de manière aisée.

Quelques exemples :

- Des investissements avec un objectif social ou fléchés dans des projets de R&D difficilement financables par le marché.
- L'investisseur décide d'une allocation à des projets, des secteurs ou des zones géographiques peu ou pas financés permettant aux projets d'impact d'accroître leur financement (ex : investissements dans les marchés émergents ou en amorçage sur des entreprises non cotées).

5. L'horizon d'investissement s'inscrit sur le long terme permettant de pérenniser les activités de l'entreprise. Il s'évalue au regard des pratiques de chaque classe d'actifs. L'effectivité de cette gestion à **long terme** est mesurée.

6. **Engagement** des équipes de gestion auprès des dirigeants avec pour objectif de maximiser l'impact, réduire les éventuelles externalités négatives et faire progresser l'entreprise dans sa génération d'impacts.

Trois exigences la caractérisent :

- L'action d'engagement fait partie intégrante **de la stratégie d'investissement**
- Elle doit être **évaluée au regard des objectifs d'impact poursuivis par l'investisseur**
- **L'évaluation des moyens mis en œuvre et des résultats obtenus auprès de l'entreprise est indispensable**, et mise en correspondance avec la mesure des impacts de l'entreprise

⁸ Contrairement à l'intentionnalité, la démarche d'additionnalité peut ne pas être systématique (i.e. couvrir 100% du portefeuille) car peut s'avérer difficile à mettre en place pour certains cas.

► MESURE D'IMPACT ET SON UTILISATION

7. La mobilisation d'indicateurs de mesure d'impact, définis comme :

- Des indicateurs, si possibles **de résultats, d'impact, ou de réalisations**⁹ issus de la chaîne de valeur de l'impact, comme par exemple ci-dessous la chaîne d'impact sur le financement d'un projet d'installation de panneaux photovoltaïques (voir Figure 2).
- Qualifiant une intensité ou portée de l'impact (quel changement ? à quelle échelle ?) ainsi que la cible de l'impact (qui bénéficie de l'impact ?).

Exemple : Une université développant un programme boursier visant une population d'étudiants issus de milieu défavorisé ou de quartiers sensibles. Cible : étudiants en situation de précarité ; portée de l'impact : part des élèves boursiers passant de 40% à 60% d'ici 2023.

- Issus, dans la mesure du possible, d'une comparaison avec un scénario de base ou de référence, pour les contextualiser.

Exemple : un nouveau parc éolien en France, dont la production à venir est estimée à 30 GWh par an permet d'éviter jusqu'à 1530 tCO₂e par rapport à un scénario de référence correspondant au facteur d'émission moyen sur la base d'un mix énergétique standard et tenant compte de l'ensemble du cycle de vie¹⁰.

- Accompagnés de méthodologies transparentes sur les hypothèses utilisées et marges d'erreurs éventuelles.
- Faisant référence au maximum à des standards méthodologiques reconnus à l'échelle européenne ou internationale¹¹.
- Quantitatifs, ou qualitatifs dans certaines situations si nécessaire.

Ils sont collectés pour un **triple objectif** : nourrir des décisions d'investissement, piloter les entreprises en portefeuille et rendre compte de l'impact en alimentant le *reporting*.

8. Élaboration d'un *reporting* d'impact robuste, intègre et transparent :

- Renseignant le déploiement de la stratégie d'impact à chaque étape du processus d'investissement : sélection des entreprises, vie du portefeuille et sortie du portefeuille.
- Qualifiant la pertinence et l'exactitude des résultats des indicateurs en fonction de leur place dans la chaîne de valeur de l'impact (résultats, activité), la contribution de l'investisseur à la réalisation de l'impact (additionnalité, durée de détention), la robustesse des données (périmètre, justification du choix du quantitatif, qualitatif), la durée temporelle couverte par la mesure d'impact, la justification du choix de consolidation ou non, le partage des méthodologies de calcul et les limites / difficultés rencontrés.

- Une revue indépendante de la performance impact et du *reporting* associé (par une instance de gouvernance indépendante ou des experts externes) est fortement souhaitable. Cette revue existe par exemple s'agissant du label Greenfin ou des « *second party opinion* » sur le marché des Green Bonds.

9. L'alignement des intérêts financiers avec la démarche d'impact a vocation à être aussi recherché. À titre principal, il s'agit lorsqu'une rémunération variable est en place, de rechercher un mécanisme par lequel les critères d'impact et/ou les résultats de la mesure d'impact déterminent tout ou partie de la **rémunération** de l'investisseur et/ou du gérant.

Dans le même esprit, l'investisseur peut aussi proposer de créer un plan de motivation financier du management des entreprises directement lié à l'atteinte d'impacts.

Exemple : plan de stock-options significatif directement lié à l'atteinte des résultats d'impact.

À titre subsidiaire, un partage des frais de gestion ou de l'intéressement financier avec des actions philanthropiques, notamment liées à la thèse d'impact de l'investissement, peut être aussi mis en œuvre. Ce type de mécanisme demeure toutefois de nature différente et n'a pas vocation à se substituer à l'alignement des intérêts financiers présenté ci-dessus.



Figure 2 - Exemple de chaîne d'impact pour un projet photovoltaïque. Source : FIR - France Invest.

⁹ Indicateur de réalisation pouvant éventuellement s'appliquer avec la transparence requise dans certaines situations.

¹⁰ Source : EDF, Actu Environnement.

¹¹ Liste des référentiels de place en annexe.

PÉRIMÈTRE ET PRISES DE POSITION MÉTHODOLOGIQUES

► LES DIFFÉRENCES ENTRE L'IMPACT, L'ISR, L'ESG ET LA FINANCE SOLIDAIRE

Il existe aujourd'hui une diversité d'approches et de vocables que nous définissons ci-dessous. En particulier, l'approche ESG, sans être contradictoire avec une approche tournée intentionnellement vers l'impact, est de nature différente.

L'ESG, vocable utilisé aussi bien par les acteurs des marchés cotés que non cotés, se réfère principalement à des critères d'évaluation de l'investisseur principalement liés au fonctionnement interne des entreprises dans lesquelles il investit (le « comment » ou approche de « moyens »). L'analyse ESG peut s'appliquer à toutes les entreprises, c'est-à-dire sans prendre en compte la nature de leurs activités. La performance ESG est généralement évaluée par rapport à des normes managériales, sectorielles et souvent en référence à la gestion des risques, ou dans une optique de création de valeur. L'objectif repose le plus souvent sur l'identification et la réduction des externalités négatives générées par les activités, produits ou services de l'émetteur. Les thématiques d'analyse sont par exemple la gestion des déchets (E), les conditions de travail (S) ou encore le risque de corruption (G). Les critères ESG peuvent être et ont vocation à être intégrés à tous les investissements.

L'investissement responsable est une approche fondée sur la prise en compte des critères ESG. Sur les marchés cotés, la catégorie dite d'Investissement Socialement Responsable (ISR) fait l'objet, en France, d'un label dédié. Il vise à concilier performance économique et impact social et environnemental en finançant les entreprises qui contribuent au développement durable dans tous les secteurs d'activité¹².

La finance solidaire¹³ recouvre les divers mécanismes financiers permettant d'apporter des capitaux aux projets qui n'entrent pas dans les circuits financiers classiques. C'est une épargne placée sur des produits financiers solidaires. Un organisme spécialisé, Finansol, labellise les produits financiers solidaires et suit les tendances de l'épargne solidaire. Parmi les produits financiers solidaires, on trouve des fonds solidaires dits 90/10 dont les encours sont investis entre 5 et 10 % en titres émis par des entreprises ou associations agréées de l'économie sociale et solidaire qui visent notamment les populations défavorisées (cette sous-catégorie pouvant être définies comme des investissements à impact) et entre 90 et 95% en titres classiques sur les marchés cotés (actions, obligations...), gérés a minima selon un processus ISR.

► PRISES DE POSITION MÉTHODOLOGIQUES

Le groupe de travail souhaite partager différentes prises de position méthodologiques qui conditionnent l'ensemble des résultats des travaux présentés dans la suite du rapport :

- Les principes proposés par le groupe de travail peuvent s'appliquer à toutes les classes d'actifs (actions et obligations, capital investissement, immobilier, infrastructure, financement de projets) même si les déclinaisons opérationnelles peuvent être spécifiques à chacune (voir Figure 3).

- Aucune distinction sur l'investissement coté et non-coté n'a été faite ex-ante, même si le groupe de travail a conscience que l'investisseur du non coté dispose de quelques avantages comparatifs en matière d'intégration des impacts dans son processus d'investissement liés à un horizon d'investissement plus long, une plus grande proximité dans la relation avec les gouvernances des entreprises investies et un accès plus large aux entreprises à impact « pure player »¹⁴ qui sont essentiellement situées sur ces marchés non cotés.

¹² Définition du label ISR

¹³ <https://www.finansol.org/de-quoi-parle-t-on/>

¹⁴ Entreprise dont l'essentiel de l'activité est tourné vers la résolution d'un problème social ou environnemental

- L'intentionnalité se concentre sur **l'intention de l'investisseur** et non celle de l'entreprise.

Exemple : les investisseurs à impact dans les pays en développement couvrent un vaste panel d'entreprises locales (PME en particulier) en manque de financements et qui contribuent fortement au développement local sans être toujours intentionnelles sur leurs impacts.

- **Pas de prorata en fonction de la contribution financière, ni de seuil de significativité ne sont imposés.** En revanche un effort de transparence sur l'additionnalité de l'investisseur est exigé pour justifier éventuellement d'un lien de causalité entre son investissement et l'impact des entreprises investies.

Exemples de bonnes pratiques :

- *Pour un investissement coté : participation active à la définition de la mesure d'impact au travers d'un engagement direct auprès de l'équipe dirigeante, reporting des heures de travail de l'équipe de gestion auprès des dirigeants et les effets mesurables du dialogue actif entre les deux parties (la mise en relation commerciale...).*
- *Pour un investissement non coté : présence dans les organes de gouvernance et définition d'un plan d'action d'impact (assorti de KPIs impact) avec les équipes dirigeantes.*

- Parmi les méthodologies de mesure d'impact existantes, aucune n'a été retenue spécifiquement. En revanche, la référence à des outils reconnus est recommandée et la transparence sur les méthodologies utilisées, quelles qu'elles soient, est exigée. Une cartographie des méthodologies de place existantes est insérée en annexe.

- Ces travaux se placent dans le cadre de l'investissement et impliquent comme prérequis une recherche de **rentabilité financière**, qui peut varier selon l'investisseur. Les différentes exigences d'impact explicitées dans la partie suivante doivent donc être étroitement articulées avec les objectifs financiers de l'investisseur, afin d'aboutir à un **processus d'investissement intégrant totalement le financier et l'extra-financier.**

- Afin d'**éviter les confusions entre impact et additionnalité**, dans le cadre de l'investissement à impact, il a été décidé pour cette réflexion initiale :

- L'additionnalité concerne l'impact de l'investisseur sur l'entreprise.
- La mesure de l'impact se concentre sur la génération d'externalités mesurables de l'entreprise elle-même. Ces effets sont de préférence supérieurs à un scénario de référence donné (additionnalité).

Exemples de bonnes pratiques : comparaison de la performance impact de l'entreprise avant et après investissement, et en regard de benchmark sectoriel si disponible.

Socle commun

Double intention de délivrer des impacts positifs et des rendements financiers compétitifs

Particularités de chaque classe d'actifs

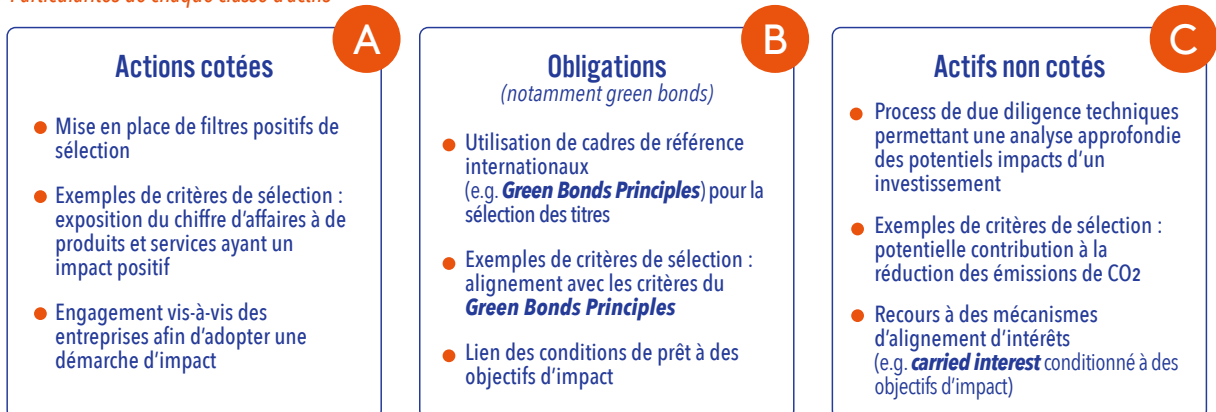


Figure 3 - Exemple de traduction de l'intentionnalité pour différentes classes d'actifs (groupe intentionnalité, FIR-France Invest)

OUVERTURE : DES SUJETS COMPLEXES ET QUI RESTENT OUVERTS

► LA MESURE DE L'IMPACT NET

Le groupe de travail ne se trouve pas à ce jour en capacité de formaliser une position claire vis-à-vis de l'impact net pour deux raisons :

- Il n'existe pas à ce jour de méthodologie robuste et reconnue sur l'impact net (les externalités positives ajustées des externalités négatives). Cette situation reflète la difficulté méthodologique de mesurer l'impact net. Il a été préféré d'attendre une certaine maturité des travaux méthodologiques en cours à ce sujet avant de pouvoir se prononcer. Néanmoins, l'investisseur doit être conscient des externalités négatives pouvant être générées par ses investissements et faire en sorte de les minimiser, comme nous y incite d'ailleurs l'évolution de la réglementation (« *Do Not Significant Harm* » de la taxonomie européenne et le « *Principal Adverse Significant Impact* » du règlement transparence UE 2019). Il faut aussi souhaiter que des travaux académiques et des métriques innovantes de prestataires viennent combler ces lacunes d'évaluation.
- L'impact net est le sous-jacent d'un débat sur une des prises de positions méthodologiques du groupe de travail. Dans le cadre de l'investissement à impact, l'impact est considéré comme toujours positif car il est recherché par l'investisseur (intentionnalité). Ainsi, l'impact net serait l'addition d'un impact positif (choisie par l'investisseur) et d'une externalité négative (non choisie par l'investisseur). Il serait alors la combinaison d'un KPI d'impact et d'un KPI issu de la cartographie des externalités négatives.

► PÉRIMÈTRE DE L'IMPACT AU NIVEAU DE L'ENTREPRISE

Le périmètre choisi intègre généralement l'impact associé aux produits et services de l'entreprise. Il peut également couvrir l'impact des processus lorsqu'il s'agit d'un impact significatif, intentionnel et lié à la mission / stratégie de l'entreprise (exemple : mise en place d'un mode de production et de distribution circulaire, part significative d'employés en réinsertion...). Cette qualification de la matérialité de l'impact est un sujet compliqué et constitue une frontière parfois difficile à définir. Sans avoir pu prendre de recommandation claire à ce sujet, des exemples ci-dessous sont présentés pour illustrer nos propos :

- Lorsque la mesure de l'impact repose sur les pratiques managériales, il est important de le comparer à un scénario de référence et des tendances sectorielles ou nationales lorsqu'elles sont pertinentes. À titre d'exemple, la réduction des émissions de GES est louable mais ne représente pas un impact suffisamment positif si elles sont inférieures au scénario de référence (exemple : +1,5°C) ; de même l'augmentation du taux de collaborateurs en situation de handicap alors que l'entreprise reste en deçà des seuils légaux ou des pratiques sectorielles, etc.
- De manière comparable, l'impact positif généré par l'entreprise doit être significatif et évalué au regard de l'ensemble des externalités négatives liées aux activités, produits ou services. La production d'énergie renouvelable minoritaire au sein d'un mix énergétique carboné ou bien la vente de véhicules électriques représentant quelques pourcents du chiffre d'affaires ne sauraient constituer un impact positif.
- En matière d'impact, les notions de « *best in class* » ou « *best in universe* » souvent recherché par les fonds ISR ou ESG ne constituent pas une mesure appropriée.
- Des initiatives qui relèvent de pratiques ESG, sans démonstration d'externalités positives significatives, sont exclues du périmètre, comme par exemple au niveau de l'entreprise, l'amélioration des pratiques de recyclage des déchets d'une entreprise ; ou bien au niveau de la stratégie d'un fonds : l'amélioration de l'égalité hommes / femmes dans les organes de gouvernance.
- Des instruments visant à financer des projets qui auraient dans tous les cas été mis en œuvre en l'absence des fonds alloués génèrent un impact qu'il faut nuancer.

► L'AGRÉGATION DES INDICATEURS D'IMPACT

Il existe une demande forte d'uniformisation des KPIs d'impacts afin de répondre aux enjeux suivants :

- Agréger les impacts au niveau des portefeuilles pour mieux les qualifier et les piloter
- Assurer une cohérence et une comparaison entre les investissements, voire entre les fonds
- Permettre aux clients de procéder à des agrégations à leur niveau

Cette demande est compréhensible mais présente des écueils. Elle ne peut être répondue de manière systématique et généralisée car l'impact est généralement très spécifique et caractérisé par une diversité d'approches, qui en fait aussi sa force.

Une partie de la mesure gagne souvent à être personnalisée le plus possible pour capter la réalité de la situation et refléter les objectifs d'impact singuliers de l'investisseur. Dans la pratique, on constate que les investisseurs à impact combinent souvent des indicateurs agrégés et des outils de référence (avec des formes d'harmonisation possibles, notamment sur le plan environnemental) et des indicateurs sur mesure pour analyser de façon plus fine les impacts d'entreprises en particulier ou de sous-catégories.

LES ENJEUX POUR LES ACTEURS DE L'INDUSTRIE FINANCIÈRE ET LES SUPERVISEURS FINANCIERS

Le **développement de l'investissement à impact** est, sans aucun doute, une **tendance lourde de l'investissement**. Il correspond à une demande forte des investisseurs institutionnels et des particuliers. Il peut apporter une dimension à la fois nouvelle et exemplaire à la décision d'investissement ou à la construction d'un portefeuille d'actifs financiers. Il va, en effet, au-delà d'un simple « *screening* » des entreprises pour éliminer celles qui sont les moins performantes sur le plan extra financier, et prend le risque d'une finalité explicite (intentionnalité, additionnalité) et mesurable. Il s'efforce, en fait, de rapprocher le « financier » de l'actif investi (long terme, engagement, accompagnement, mesure). Ce faisant, il peut être un outil efficace d'une finance plus patiente et dont l'utilité environnementale, sociale et sociétale est plus aisément perceptible par l'ensemble des parties prenantes.

Dans ce contexte, la question de la robustesse de la démarche d'impact des investisseurs institutionnels et des gérants d'actifs est cruciale. **Il faut absolument éviter que l'investissement à impact devienne un « mot valise »** qui recouvre des réalités ambiguës, incompréhensibles, fragiles, voire trompeuses pour le souscripteur. C'est la raison pour laquelle, **le présent document s'est efforcé de définir, de manière pragmatique, des exigences minimales d'une démarche d'impact authentique et robuste.**

Au-delà de son caractère pédagogique, le FIR et France Invest considèrent que ce cadre pourrait utilement servir de référence commune aux processus d'investissement qui s'inscrivent dans une démarche d'investissement à impact. Y faire explicitement référence permettrait à chaque acteur de souligner la volonté d'authenticité et de robustesse de sa démarche.

Nonobstant la présence de cette volonté, il est clair que la mesure d'impact de l'investissement et de son additionnalité peut se heurter à des difficultés objectives qui touchent, en particulier, à la nature de l'actif (coté, non coté), à la taille de l'entreprise, à la thématique d'impact retenue et à la disponibilité de données permettant la mesure. **Le marché de l'impact est encore dans la première phase de son développement.** Des innovations relatives à des cadres méthodologiques possibles apparaissent. Il serait dommage de vouloir dès à présent encadrer sur le plan réglementaire l'ensemble des composantes de la démarche d'investissement à impact de manière détaillée et uniforme.

Pour éviter les tentations de *l'impact washing* qui peuvent exister, il nous semble plus efficace aujourd'hui, du point de vue du régulateur, d'une part, de **chercher à consolider les exigences d'une démarche partagée** et soutenue par des professionnels de l'investissement sincèrement engagés sur ce sujet et y apportant sa contribution, et, d'autre part, de **faire le pari d'un approfondissement progressif du cadre méthodologique de l'impact** et du développement d'outils de mesure encore plus robustes mobilisant des données de plus en plus disponibles.

Le FIR et France Invest se tiennent prêts pour continuer à contribuer ensemble à ces efforts. Ils remobiliseront l'expertise de leurs membres sur les questions évoquées dans le présent document et reprendront position dans un an.

ANNEXE I

LISTE DES PARTICIPANTS AU GROUPE DE TRAVAIL

Le groupe de travail est composé de 52 participants, dont 41 membres du FIR et 11 membres de France Invest, répartis dans trois sous-groupes :

Intentionnalité – 12 participants

Copilotes : **Nathalia Millan** de Tikehau Capital pour France Invest, **Lise Moret** de AXA IM pour le FIR.

Additionnalité – 12 participants

Copilotes : **Morgan Carval** de Arkéa Capital pour France Invest, **Antoine de Salins** de I Care & Consult pour le FIR.

Mesure – 32 participants

Copilotes : **Isabelle Combarel** de Swen Capital Partners pour France Invest, **Marie-Geneviève Loys-Carreiras** de BNP Paribas AM pour le FIR.

Déndo Azema – Fonds de Garantie

Catherine Bellamy – Vigeo Eiris

Alexandra Bestel – MAIF

Typhaine de Borne – Harmonie Mutuelle

Béryl Bouvier di Nota – OFI AM

Morgan Carval – Arkéa Capital

Fatoumata Cissé – Investisseurs et Partenaires

Jean Coatmellec – Swen Capital Partners

Isabelle Combarel – Swen Capital Partners

Grégoire Cousté – FIR

Chloé Del Rio – Swen Capital Partners

Perrine Dutronc – La Française AM

Sonia Fasolo – La Financière de l'Échiquier

Pablo Felmer-Roa – 2° Investing Initiative

Julien Foll – AXA IM

Anne Gerset – Makesense

Isabelle Guénard-Malaussène – Finance@Impact

Benjamin d'Hardemare – Planetic

Anne-Claire Imperiale – Sycomore AM

Nicolas Jacob – Oddo BHF AM

Nicolas de Jenlis – Deloitte

Benoît Leandri – Schroders

Aliénor Legendre – Ecofi Investissements

Karine Leymarie – MAIF

Frédéric Lowe – La Banque Postale AM

Marie-Geneviève Loys-Carreiras – BNP Paribas AM

Clarisse Macé – EthiFinance

Émilie Marbot – I Care & Consult

Alice-Mary Meggs – Groupama AM

Simon Messenger – 2° Investing Initiative

Nathalia Millan – Tikehau Capital

Samuel Monteiro – Investisseurs et Partenaires

Lise Moret – AXA IM

Naoko Nakatani – Groupe Renault

Cédric Nicard – Horizon AM

Élodie Nocquet – Better Way

Luc Olivier – La Financière de l'Échiquier

Julie Olivier – Swen Capital Partners

Jean-Bernard Off – Caisse d'Assurance Vieillesse des Pharmaciens

Emmanuel Parmentier – Indefi

Coline Pavot – La Financière de l'Échiquier

Jean-Marie Péan – OFI AM

Valentin Pernet – Oddo BHF AM

Silvia Pignato – Aviva Investors

Thiên-Minh Polodna – FIR

Camille Pons Cabrita – Aviva Investors

Nathalie Rebondy – Schroders

Natalia Rey – Swen Capital Partners

Antoine de Salins – I Care & Consult

Pierre Schoeffler – La Française AM

Emmeline Stein – 2° Investing Initiative

Jérôme Tendeau – Amundi

Pascale Thumerelle – Respethica

Anne-Laure Tremblay – Clarity AI

Geoffroy de Vienne – Comité Intersyndical de l'Épargne Salariale

Cahier réalisé avec le support de I Care & Consult et Better Way



ANNEXE II

INITIATIVES DE PLACE SUR L'IMPACT ET LEURS MÉTHODOLOGIES

— L'Impact Management Project (IMP)¹⁵

L'IMP est un collectif rassemblant plus de 2 000 acteurs et un réseau de 13 organismes (PRI, OCDE, UNEP FI, UN Global Compact...), publiquement soutenu depuis juillet 2019 par le G7. Il lance en 2016 un projet qui vise à parvenir à un accord sur les éléments déterminants en matière de mesure, de gestion et de *reporting* d'impact. Son ambition est de parvenir à un consensus sur des normes mondiales d'ici 2021.

Ces travaux se décomposent en trois grands chantiers :

1. La formalisation d'un processus pour la gestion d'impact (« Practice »)
2. L'élaboration d'un cadre et d'une normalisation des données pour la mesure et le *reporting* d'impact (« Performance »)
3. La construction de techniques de comparaison d'impact (« Benchmarking »)

L'ensemble du projet s'adresse aux investisseurs, asset managers et entreprises, et propose une méthodologie couvrant largement les aspects de la gestion d'impact.

L'impact est à ce titre considéré comme un résultat causé par une organisation. Il peut être positif ou négatif, intentionnel ou non intentionnel. Tout ce que nous faisons a un impact sur les personnes et la planète (P&P).

L'impact se présente sous trois catégories :

1. Agir pour éviter des externalités négatives
2. Apporter un bénéfice aux parties prenantes
3. Contribuer aux solutions

Un cadre méthodologique a été élaboré pour analyser les cinq dimensions de l'impact : Quoi, Qui, Combien, Contribution, Risque.






Impact dimension	Impact questions each dimension seeks to answer
 What	<ul style="list-style-type: none">•What outcome is occurring in the period?•Is the outcome positive or negative?•How important is the outcome to the people (or planet) experiencing them?
 Who	<ul style="list-style-type: none">•Who experiences the outcome?•How underserved are the affected stakeholders in relation to the outcome?
 How Much	<ul style="list-style-type: none">•How much of the outcome is occurring - across scale, depth and duration?
 Contribution	<ul style="list-style-type: none">•Would this change likely have happened anyway?
 Risk	<ul style="list-style-type: none">•What is the risk to people and planet that impact does not occur as expected?

Figure 4 - Les cinq dimensions de l'impact. Source : Impact Management Project.

¹⁵ <https://impactmanagementproject.com/>

— Les Operating Principles for Impact Management (OPIM)¹⁶

Les OPIM ont été publiés en février 2019 par l'International Finance Corporation (IFC). Ils représentent des principes de gestion pour les sociétés / organisations qui ont comme intention d'avoir un impact environnemental ou/et social positif mesurable, par le biais de leurs investissements, en parallèle d'un retour financier. Ces principes sont au nombre de neuf et permettent d'intégrer l'impact tout au long du processus d'investissement.

INVESTING FOR IMPACT: OPERATING PRINCIPLES FOR IMPACT MANAGEMENT

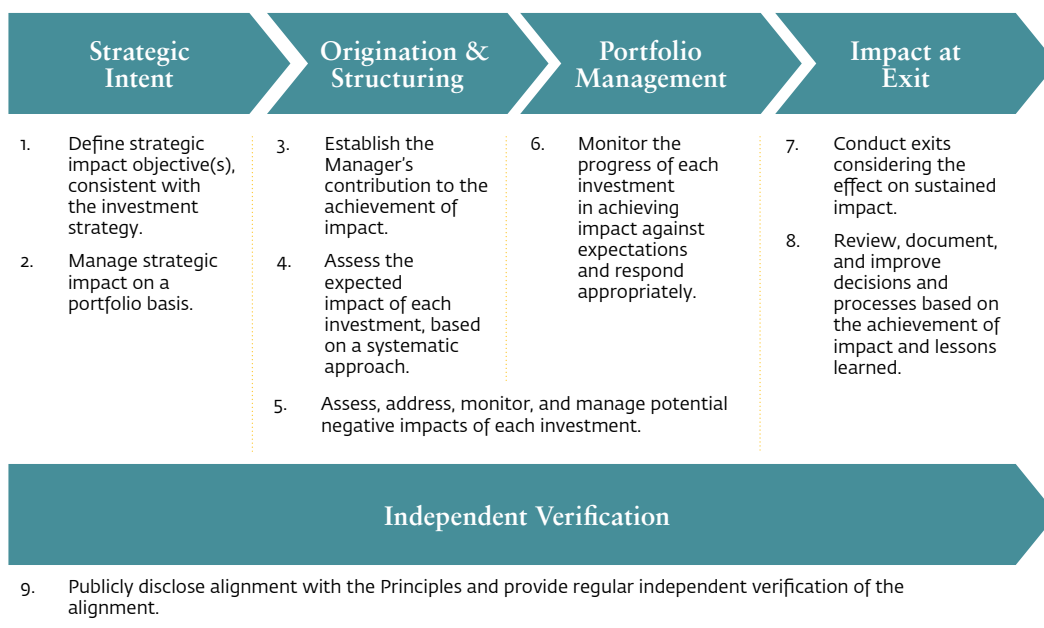


Figure 5 - Les principes OPIM. Source: Investing for Impact: Operating Principles for Impact Management

— La base IRIS+¹⁷

La base IRIS (2008) puis IRIS+ (2019) a été créée par le GIIN (Global Impact Investing Network) pour donner aux investisseurs une compréhension commune de la façon de mesurer et de gérer efficacement leur impact. Il s'agit d'un catalogue d'indicateurs (numériques ou qualitatifs) mis à disposition des investisseurs pour savoir quoi mesurer et comment, en fonction de l'impact recherché ou de la thématique d'investissement.

Des outils d'évaluation de référence ou indicateurs sont disponibles pour chaque thème d'impact¹⁸ ou ODD. Ils doivent être collectables, pertinents (« decision-relevant ») et pouvoir être agrégés au niveau d'un portefeuille. L'outil IRIS+ accompagne l'utilisateur dans la cartographie de ses impacts selon les cinq dimensions de l'impact de l'IMP.

¹⁶ <https://www.impactprinciples.org/>

¹⁷ <https://iris.thegiin.org/standards/>

¹⁸ Agriculture, Air, Biodiversity & Ecosystems, Climate, Diversity & Inclusion, Education, Employment, Energy, Financial Services, Health...

— Le Retour Social sur investissement (SROI)

Le SROI a été élaboré en 2014 par le SROI Network (*Social Value UK*) avec comme objectif de mesurer et valoriser des changements économiques, sociaux et environnements rendus possibles par un projet / une organisation à finalité sociale. Les résultats sociaux et environnementaux sont exprimés en valeur monétaire, afin de calculer et lorsque cela a un sens, un ratio coûts/bénéfices (un rapport de 3/1 exprime le fait que pour 1€ investi, la valeur sociale créée est de 3€). L'argent est considéré uniquement comme une unité de mesure, une manière pratique pour exprimer la valeur créée.

Le SROI s'adresse aux investisseurs cherchant à aller au bout de la chaîne de valeur des impacts (KPI d'*outcome* et d'*impact*).

La méthodologie repose sur sept principes et six étapes basées sur la théorie du changement l'attribution d'une valeur aux résultats et le calcul d'un SROI, détaillées ci-contre :

Les 6 étapes d'un SROI

- 1 • Définir son champ d'application et identifier les principales parties prenantes.** Il est important de délimiter clairement le champ de votre analyse SROI, les personnes impliquées dans le processus et la façon dont elles le seront.
- 2 • Exposer le changement.** Tout en commençant à travailler avec les parties prenantes, vous allez créer une carte des impacts, mettant en évidence la relation entre les contributions (« inputs »), réalisations (« outputs ») et les résultats (« outcomes »).
- 3 • Attester les résultats et leur attribuer une valeur.** Cette étape comprend la recherche de données montrant les résultats obtenus et leur valorisation.
- 4 • Déterminer l'impact.** Après avoir démontré et monétisé les résultats, on neutralise tous les changements dont la source est extérieure à l'activité.
- 5 • Calculer le SROI.** Cette étape consiste à additionner tous les bénéfices, à en déduire les effets négatifs et à comparer résultat et investissement. C'est aussi le moment où l'on peut recourir à des analyses de sensibilité.
- 6 • Rendre compte, utiliser et intégrer.** Cette dernière étape est essentielle et consiste à partager les conclusions du SROI avec les parties prenantes, à répondre à leurs éventuelles questions, à vérifier l'information, et à créer les bases nécessaires à une évaluation régulière.

*Figure 6 - Les étapes d'un SROI. Source :
Le guide du retour social sur Investissement*

— Méthodologie de standardisation et de comparaison des performances d'impact (GIIN)¹⁹

Le *Global Impact Investing Network* (GIIN) a publié en novembre 2020 une première version d'une nouvelle méthodologie soumise à consultation publique, qui tente de répondre à deux enjeux liés à l'investissement à impact :

- Comment comparer l'impact d'un investissement par rapport à un autre ?
- Comment qualifier l'ampleur de l'impact généré par rapport à celle du problème social ou environnemental abordé ?

La méthodologie proposée se décompose en quatre grandes étapes :

- 1.** Définir le périmètre d'analyse, en regroupant les investissements selon leur secteur, thématique d'impact ou objectif stratégique.
- 2.** Collecter des données homogènes, sur les outputs et outcomes des chaînes de valeur de l'impact des investissements suivant des principes méthodologiques développés dans le rapport.
- 3.** Développer et appliquer un processus d'analyse pour permettre une standardisation des données collectées.
- 4.** Utiliser les résultats comme outils d'aide à la décision pour chaque étape du processus d'investissement.

¹⁹ https://thegiin.org/assets/Methodology%20for%20Standardizing%20and%20Comparing%20Impact%20Performance_webfile.pdf

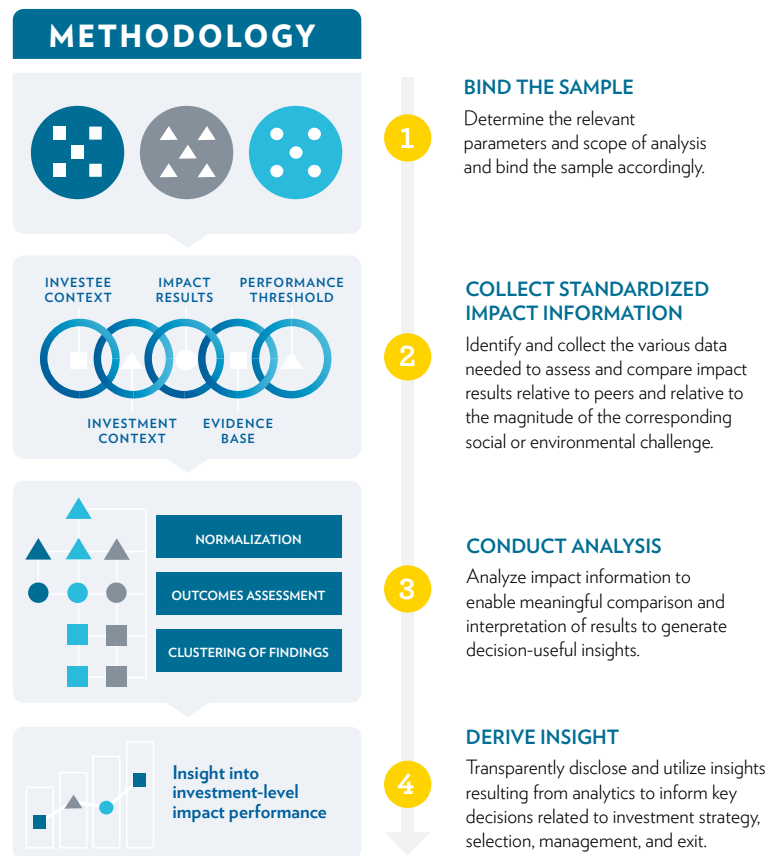


Figure 7 - Les quatre piliers de la méthodologie. Source : GIIN

D'autres ressources sont également disponibles (liste non exhaustive) :

Bases de données et de méthodologies :

Nom initiative / organisation :
World Benchmark Alliance

Description : Initiative regroupant des organisations étatiques et ONGs, qui a vocation à développer des standards et mettre en commun des informations pour mesurer et comparer les performances des acteurs privés dans leurs réponses aux Objectifs de Développement Durable.

Source : <https://www.worldbenchmarkingalliance.org/>

Nom initiative / organisation :

Impact-Weighted Accounts Project

Description : Recherche académique d'Harvard Business School pour développer des méthodologies de comptabilité intégrant la performance sociale et environnementale des actifs.

Source : <https://www.hbs.edu/impact-weighted-accounts/Pages/default.aspx>

Outils d'évaluation et de notation :

Nom initiative / organisation :
SDG Action Manager

Description : Outil développé par *United Nations Global Compact* et B Lab pour aider les entreprises à gérer leurs impacts afin de répondre aux Objectifs de Développement Durable.

Source : <https://www.unglobalcompact.org/take-action/sdg-action-manager>

Nom initiative / organisation :

B Impact assessment

Description : Outil développé par B Lab pour permettre aux entreprises de mesurer leurs impacts.

Source : <https://bimpactassessment.net/>

Nom initiative / organisation :

GIIRS Rating

Description : Label d'impact décerné à des fonds à partir d'une analyse de leurs pratiques de gestion et d'une évaluation B Impact Assessment de l'impact de leurs investissements.

Source : <https://b-analytics.net/giirs-funds>

Nom initiative / organisation :

Modèle CARE (Comprehensive Accounting in Respect of Ecology)

Description : Modèle de comptabilité durable, incluant les enjeux sociaux et environnementaux dans les états financiers.

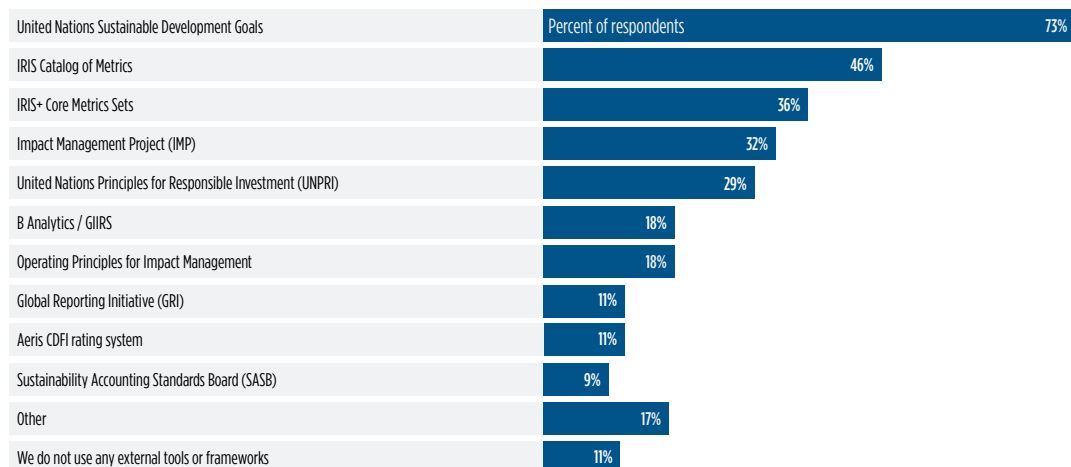
Source : <https://www.chaire-comptabilite-ecologique.fr/Natural-capital-visibility-in-financial-accounting-Method-3-Extended-Version?lang=fr>

— Les dernières tendances en matière de gestion et mesure de l'impact

Dans la toute dernière enquête annuelle auprès des membres du GIIN, les répondants ont indiqué leur taux d'utilisation des différents cadres d'analyse impact : les ODDs, IRIS et l'IMP ressortent comme les trois cadres d'analyse les plus fréquemment utilisés.

Figure 36: Overall use of tools, frameworks, and systems

n = 294; respondents could select multiple answer options.



Note: 'Other' includes various external tools and frameworks, both broad and sector-specific, including the Impact Multiple of Money, CERISE-SPI4, SPI4-Alinus, GRESB, TruCost, HIPSO, Lean Data's 60 Decibels, Progress out of Poverty Index, GOGLA, IPAR, and MESJS. Some respondents also described general frameworks such as theory of change or logic frameworks as well as various proprietary measurement and management systems.

Figure 8 - Utilisation des outils et standards d'impact. Source: GIIN

Le GIIN a publié récemment sa deuxième enquête sur la gestion et mesure de l'impact :

<https://thegiin.org/assets/GIIN%20Annual%20Impact%20Investor%20Survey%202020.pdf>.

Cette étude montre un intérêt croissant des investisseurs pour ce sujet et notamment pour des benchmarks avec de nouvelles initiatives telles que le [World Benchmarking Alliance](#), la mise à disposition de données approfondies pour certains secteurs ou encore l'initiative d'Harvard sur l'[impact-weighted accounts](#).

