

Fonds à impact et SFDR : état des lieux des pratiques

Février 2024



Préambule

Fonds à impact et réglementation : un état des lieux pour comprendre les enjeux

À l'origine, la Commission Impact de France Invest

La **Commission Impact** de France Invest a été créée en 2012. Elle fédère aujourd'hui **56 sociétés de gestion** qui ont en commun de soutenir des projets entrepreneuriaux générant un impact positif sur l'environnement et sur la société, mais aussi un retour financier. Les sociétés de la Commission Impact investissent dans plus de 2 000 entreprises. Et gèrent environ 12,41 Md€, soit 2 fois plus qu'il y a 1 an.

La Commission réunit ses membres régulièrement autour des problématiques rencontrées par les acteurs de l'impact investing, devenu un véritable marché.

Elle accompagne ses membres face aux enjeux :

- **réglementaires** (projet de loi sur l'Économie Sociale et Solidaire)
- **de financement** (lancement de fonds dédiés)
- **de bonnes pratiques** (mesures de l'impact, *carried*, etc.)

Et un groupe de travail dédié aux implications de la SFDR

Ce groupe de travail se positionne à l'intersection de ces trois enjeux puisqu'il a étudié comment les fonds à impact se sont approprié la *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR) tout en faisant prévaloir leurs spécificités, notamment dans le cadre de leurs discussions avec leurs investisseurs.

Pourquoi cet état des lieux ?

Cet état des lieux est un outil de sensibilisation à destination des fonds à impact, mais aussi de leurs investisseurs et des pouvoirs publics. Il s'appuie sur les retours d'expérience des membres de la Commission Impact de France Invest, de quoi alimenter les discussions autour des évolutions de la SFDR.

Édito – AXA Climate

Un cadre réglementaire générique, qui masque une grande hétérogénéité entre les fonds

La mise en place progressive du Plan Européen pour la Finance Durable, notamment du règlement SFDR, a considérablement renforcé **l'homogénéité des informations extra-financières** divulguées par les acteurs financiers. La croissance du nombre de fonds « Article 9 » montre la volonté de certains investisseurs d'aller vers plus de durabilité pour leurs produits financiers.

Néanmoins, **l'approche de la SFDR n'est pas prescriptive**, ce qui laisse une marge d'interprétation sur la manière de se conformer aux obligations. Différents niveaux de maturité sont observés sur le marché, avec **des fonds Article 9 en réalité très différents dans leur approche de la durabilité** (investissement dans des solutions, dans des entreprises innovantes ou qui se transforment... avec plus ou moins d'ambition).

La consultation lancée par la Commission européenne à l'automne 2023 a montré le consensus sur le besoin d'avoir des catégories au niveau européen pour mieux comprendre la réalité des fonds et de leur philosophie d'investissement. La simple transparence sur les informations ESG est très largement jugée comme insuffisante.

Et l'impact, dans tout ça ?

Les **fonds à impact ont pu se sentir « aspirés » par une réglementation trop générique**. Avec une définition très large de la durabilité, qui repose sur l'interprétation des investisseurs, comment faire valoir leurs spécificités ? Comment valoriser le travail dans la sélection, l'accompagnement, l'évaluation des entreprises en portefeuille, pour créer un impact tangible ?

Ce document a pour but de faire le point sur les différences et les similarités entre le statut Article 9 et la philosophie d'investissement à impact, afin de **mieux valoriser les spécificités de ce type d'investissement**.

Au-delà de l'impact, le potentiel régénératif

Chez AXA Climate, nous nous engageons pour **faire émerger des entreprises régénératrices qui s'inspirent des principes du vivant et respectent les limites planétaires**. Au-delà de l'impact d'une solution ou d'un service, nous pensons que travailler sur le potentiel régénératif d'une entreprise en termes de culture et de modèle d'affaire permet de décupler son impact positif en termes social et environnemental.

Nous sommes convaincus qu'au-delà de l'analyse de l'impact, il faut estimer le potentiel des entreprises à intégrer les principes du vivant et les limites planétaires dans leur stratégie et leur fonctionnement, afin de régénérer ou restaurer les ressources naturelles, sociales et économiques qu'elle utilise ou impacte.

Et qu'il faudra demain pouvoir valoriser ces entreprises « régénératives » au sein d'un cadre réglementaire qui ne prend pas encore en compte ces spécificités.

Remerciements

Le présent document a été réalisé par le Groupe de Travail Article 9 et Impact de la Commission Impact.

Nous remercions sincèrement les **contributeurs de ce guide** pour leur collaboration active à la réalisation de ce document, et en particulier ceux qui ont accepté de témoigner en toute transparence de leur approche de la SFDR et plus largement de leur stratégie d'investissement :

Membres du Groupe de Travail « Article 9 et Impact » (*par ordre alphabétique, contributeurs cités en gras*)

- Maha Keramane – BNP Paribas
- Jérôme Léger – Famae Impact
- **Blandine Machabert – RAISE Impact**
- **Servane Metzger – Ring Capital**
- **Nathalia Millan – Tikehau Capital**
- **Anne-Katell Quentric – Arkéa Capital**
- **Garin Pitzini – Newfund management**
- Jean de Puybaudet – UI Investissement

Membres de France Invest (*contributeurs cités en gras*)

- **Joost Notenboom – Omnes Capital**
- Mathieu Cornieti – Impact Partners
- L'ensemble des membres de la Commission Impact de France Invest ayant répondu au questionnaire en novembre 2023

Conseil

- Rafaella Scheer – AXA Climate

France Invest (*par ordre alphabétique*)

- Damien Brisemontier
- Valentin Laigre

Sommaire

| | |
|--|----|
| Introduction : fonds Article 9 et fonds à impact, définition et enjeux | 6 |
| Les fonds Article 9 peuvent-ils être des fonds à impact ? | 10 |
| Les fonds à impact peuvent-ils être des fonds Article 9 ? | 19 |
| Conclusion : des concepts proches mais pas complètement alignés | 26 |
| Annexes : études de cas | 28 |





Introduction

Fonds Article 9 et fonds à impact : définition et enjeux



Article 9 et fonds à impact : si proches...

Depuis mars 2021 et la mise en place de la Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR), une confusion existe entre la notion de « fonds à impact » et celle de « fonds Article 9 ».

En effet, au cœur des deux notions se trouvent des concepts en apparence assez proches :

Investissement durable

Défini à [l'Article 2\(17\) de la SFDR](#), il correspond à un investissement dans une activité économique qui **contribue à un objectif environnemental**, tel que mesuré, par exemple, par des indicateurs clés d'efficacité des ressources sur l'utilisation des ressources (...), ou un dans une activité économique qui contribue à un **objectif social** (...).

Investissement à impact

Utilisé pour la première fois en 2007, le terme « investissement à impact » a été défini par [France Invest et le Forum pour l'investissement responsable \(FIR\)](#) comme le soutien aux **réponses entrepreneuriales** à des **enjeux sociaux et/ou environnementaux**, avec un **double objectif d'impact et de retour financier**.

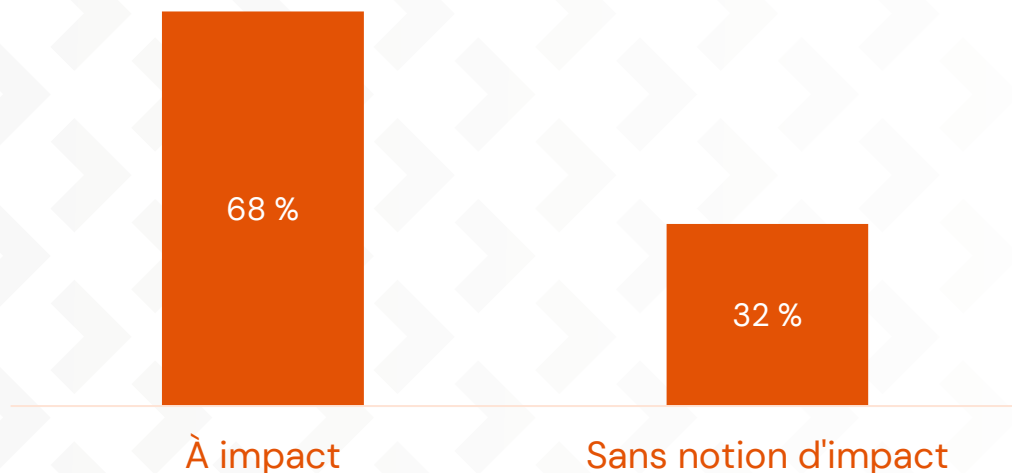
Les deux types d'investissement ont en commun (1) de viser la contribution à un objectif social et / ou environnemental, (2) d'introduire une notion de mesurabilité.

... et si différents ?

Tous les fonds Article 9 ne sont pas des fonds à impact...

Part des **fonds Article 9** se déclarant comme **fonds à impact**

Nbr de répondants = 57

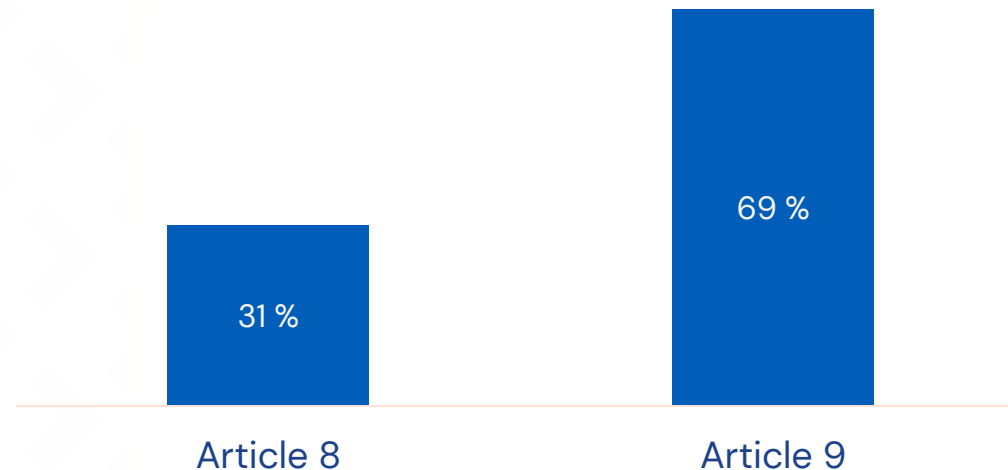


Source : Sondage conduit auprès des membres de la Commission Sustainability de France Invest en janvier 2023

... et tous les fonds à impact ne sont pas des fonds Article 9

Part des **fonds à impact** par classification au sens de la SFDR

Nbr de répondants : 32



Source : Sondage conduit auprès des membres de la Commission Impact de France Invest en novembre 2023

Objet de cet état des lieux



FOCUS : la différence fondamentale entre le statut de fonds à impact et d'Article 9

La SFDR est un texte réglementaire¹ qui encadre la transparence des fonds

- L'objectif de la SFDR est de renforcer l'homogénéité des informations sur les risques et les impacts des facteurs de durabilité.
- Elle s'applique à l'ensemble des investisseurs et des produits financiers, qui doivent être classifiés entre les articles 6, 8 ou 9.

La notion de fonds à impact renvoie à une stratégie d'investissement

- La notion d'impact correspond avant tout une philosophie d'investissement : vouloir apporter une solution à un enjeu sociétal à travers l'investissement, et ainsi créer des bénéfices sociaux et / ou environnementaux.
- S'il existe un socle de pratiques communes, défini par la Charte [France Invest](#), les fonds à impact recouvrent des stratégies d'investissement diverses.

Au-delà de la différence entre le statut réglementaire et la notion de place, quelles sont les **similitudes** et les **différences** entre **Article 9** et **impact** ?

Comment comprendre et interpréter **les recoupements et différences** ces deux approches ?



**Les fonds Article 9
peuvent-ils être des fonds
à impact ?**



Dans quelle mesure les fonds Article 9 peuvent-ils être des fonds à impact ?



RAPPEL : les trois piliers¹ de la notion d'impact

1. L'**intentionnalité**, qui correspond à la **volonté de l'investisseur de générer un bénéfice social ou environnemental mesurable** et ainsi de contribuer au développement durable. Cette intention concerne tous les investissements du fonds et intervient au moment de la décision d'investissement.
2. L'**additionnalité** qui est la **contribution de l'investissement à l'impact**. Elle répond à la question : « si l'actif n'avait été financé par cet investisseur en particulier quelle serait la différence ? ».
3. La **mesurabilité** de l'impact et lorsqu'une rémunération de la performance existe, l'**alignement des intérêts** entre l'équipe d'investissement et les souscripteurs.

Dans cette partie, nous **analysons les fonds Article 9 au regard des critères des fonds à impact**, afin d'analyser les similitudes et les différences.

Intentionnalité – L’objectif d’investissement durable de l’Article 9 implique une forme d’intentionnalité...

L’objectif d’investissement durable renvoie à la notion d’investissement durable, défini comme (Article 2(17) SFDR) :

*Un investissement dans une **activité économique** qui contribue à un **objectif environnemental mesuré** par exemple au moyen **d’indicateurs clés** en matière d’utilisation efficace des ressources (...), ou un investissement dans une activité économique qui contribue à un **objectif social** (...).*

Selon cette définition :

- L’objectif d’investissement durable est défini au lancement du fonds ;
- 100 % des investissements du fonds¹ doivent contribuer à l’atteinte de l’objectif d’investissement durable, impliquant donc une politique d’investissement alignée sur l’atteinte de cet objectif.

Bien que la SFDR ne mentionne pas explicitement l’intentionnalité, la recherche d’un objectif d’investissement durable établi ex-ante pour tous les investissements d’un fonds correspond bien à une démarche intentionnelle.

Note : (1) Le règlement SFDR et ses actes délégués prévoient quelques exceptions.

Intentionnalité – ... qui est néanmoins moins forte que dans l'investissement à impact

La recherche intentionnelle d'impact implique une démarche structurée qui repose sur trois piliers¹:

- Une **thèse d'impact** clairement définie, si possible contribuant aux Objectifs du Développement Durable (ODD) ;
- Une **démarche d'impact** formalisée sur l'ensemble du cycle d'investissement, matérialisée notamment par une **cartographie préalable** des thématiques d'impact et des externalités afin de garantir une cohérence dans les investissements ;
- Une **gouvernance adaptée** et des ressources attribuées pour mettre en place la stratégie d'impact.

Or, les exigences de transparence des fonds Article 9 ne couvrent pas la démarche mise en œuvre pour atteindre l'objectif d'investissement durable, et notamment la gouvernance et les moyens mobilisés.

Plusieurs investisseurs reconnaissent atteindre un objectif d'investissement durable, sans pour autant rechercher intentionnellement un impact.



Étude de cas : un fonds article 9 sans recherche intentionnelle d'impact, Capenergie 5

« Pour nous, les termes "investir avec un impact" et "investir pour l'impact" diffèrent en ce sens que notre intention – depuis que nous avons commencé à soutenir les développeurs européens d'énergie renouvelable en 2006 – a toujours été de prouver la stratégie d'investissement à nos investisseurs en produisant des rendements financiers élevés.

Ainsi, nous ne nous considérons pas nécessairement comme un investisseur à impact, mais nous reconnaissons et apprécions le fait que notre stratégie et notre approche permettent aux entrepreneurs d'avoir un impact environnemental positif en mettant en ligne une nouvelle production d'électricité renouvelable.

Malgré un cadre réglementaire rigide, nous avons fait le choix de classer le fonds Article 9, grâce à l'adéquation du secteur cible avec la taxonomie durable européenne, afin de répondre aux attentes des investisseurs institutionnels. »

Joost Notenboom, Omnes Capital

Additionnalité – Les obligations liées à l’Article 9 n’impliquent aucune forme d’additionnalité

L’additionnalité est définie dans le cadre des travaux de France Invest & du Forum pour l’Investissement Responsable (FIR)¹ comme :

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.

Cette définition implique :

- Une **démarche intégrée** au processus d’investissement sur l’essentiel des actifs ;
- Un horizon d’investissement **long-terme** ;
- Un **engagement** auprès des équipes d’investissement, faisant partie de la stratégie d’investissement et dont **l’efficacité est évaluée**.

L’Article 9 n’introduit aucune forme d’obligation liée à l’additionnalité dans la démarche d’investissement



FOCUS : comprendre l’additionnalité de l’investisseur ou *investor contribution*

- L’**additionnalité** recouvre actuellement des pratiques et définitions variées : depuis le financement philanthropique, en passant par le mécénat de compétences ou l’accompagnement au développement commercial...
- Un **inventaire de ces contributions** a été réalisé dans le cadre du Groupe de Travail dédié de la Commission Impact de France Invest. Cet inventaire insiste sur l’importance de construire l’additionnalité en **cohérence avec l’intentionnalité du fonds** et en s’appuyant sur des **outils de mesure précis**.
- L’enjeu est aussi de valoriser cette approche différenciante au niveau européen. On peut ainsi noter que la Commission Européenne a identifié l’**engagement** comme un des **critères minimaux sur lesquels bâtir une future catégorisation des produits financiers** dans le cadre de sa consultation sur la révision de la SFDR de décembre 2023.

Mesurabilité – L'Article 9 impose une forme de mesure de l'objectif d'investissement durable et des incidences négatives...



RAPPEL : les obligations liées à l'Article 9 impose un suivi de deux types d'indicateurs

Contribution à un objectif social et / ou environnemental :

- La mesure doit être faite grâce à des indicateurs « clairs et mesurables ».
- Le **choix des indicateurs n'est pas prescriptif**. Ces indicateurs peuvent être les mêmes que les indicateurs d'incidence négative, ou être fondés sur la Taxonomie européenne.
- Les investisseurs doivent utiliser au maximum des **standards méthodologiques reconnus** et être **transparents** sur la manière dont les indicateurs sont désignés, sur les méthodologies employées, sur les sources de données et sur les contrôles effectués².

Incidences en matière de durabilité :

- En parallèle, les obligations liées à l'Article 9 exigent des investisseurs qu'ils montrent comment leurs investissements n'impactent pas négativement les autres facteurs sociaux et environnementaux.
- Cela se fait principalement au travers de **la mesure et du suivi des indicateurs d'incidences négatives** – Principal Adverse Impact (PAI). Les investisseurs reportent sur la mesure de 14 indicateurs sociaux et environnementaux obligatoires, plus deux indicateurs additionnels¹.
- Des définitions et méthodologies de mesure ont été proposées par les superviseurs européens afin d'encourager la transparence, mais les acteurs ont aussi la possibilité d'avoir recours à des estimations³.

Mesurabilité – ... mais les pratiques de mesures sont plus avancées dans le champ de l'investissement à impact

Les indicateurs de mesure d'impact sont **plus robustes** et servent un **triple objectif**

Le reporting d'impact est plus **précis et stratégique** que le reporting Article 9

La mesurabilité implique aussi un **alignement des intérêts financiers**

- Alors qu'il n'y a pas de prescription sur le type d'indicateurs à utiliser pour mesurer l'atteinte d'un objectif d'investissement durable, les investisseurs à impact sont encouragés à reporter sur des indicateurs de **résultats ou d'impact** issus de la **chaîne de valeur de l'impact**.



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

- Ces indicateurs sont collectés si possible en comparaison avec un scénario de référence, sont accompagnés de méthodologies, et peuvent être au besoin qualitatifs.
- Les indicateurs sont collectés pour un triple objectif : **nourrir des décisions d'investissement, piloter les entreprises** en portefeuille et **rendre compte de l'impact soutenu en alimentant le reporting**.
- Le **reporting Article 9** vise la **mise en conformité**, et permet une forme de comparabilité entre les acteurs financiers.
- Le **reporting d'impact** est traditionnellement **plus précis et stratégique**. Il peut inclure des détails sur le déploiement de la stratégie d'impact, sur l'exactitude des données, des études de cas qualitatives, une revue indépendante de la performance...
- Les investisseurs à impact cherchent à lier, tout ou partie, de leur rémunération avec des critères d'impact (p. ex., la moitié du *carried interest*). Ce principe s'applique également aux dirigeants des structures soutenues.
- Ce critère d'alignement des intérêts financiers avec des objectifs d'impact est absent de l'Article 9.

Études de cas : intentionnalité, additionnalité et mesurabilité pour des fonds à impact



Étude de cas : une illustration des stratégies d'investissement à impact, We Positive Invest 2

« Nous avons adopté une méthodologie d'impact exigeante depuis la création du fonds qui repose sur les trois piliers de l'investissement à impact (intentionnalité, additionnalité, mesure).

Notre Comité Impact est garant de notre intentionnalité, que nous traduisons pour chaque participation à travers un BP Impact.

Notre additionnalité s'articule notamment autour de notre Operating Partner ESG et Impact. Cela nous permet d'accompagner les jeunes entreprises en portefeuille qui démarrent généralement la structuration de leur stratégie sur ces sujets.

Enfin, nous mesurons 3 niveaux d'indicateurs de durabilité : (i) la part de CA contribuant à un ODD ; (ii) le score d'impact, issu de notre scoring propriétaire ; (iii) des indicateurs d'impact spécifiques et sur mesure que nous suivons annuellement pour chaque participation. »

Anne-Katell Quentric, Arkéa Capital



Étude de cas : le rôle de la transition dans les stratégies d'investissement à impact, RAISE Impact 2

« Nous avons fait le choix, depuis la création de notre stratégie d'investissement à impact, d'accompagner à la fois des entreprises impact-natives et des entreprises souhaitant transformer leur business model vers des solutions existantes à des problématiques environnementales ou sociales.

En tant qu'investisseur à impact, ces entreprises représentent des opportunités uniques de démontrer notre additionnalité.

Cela implique également de porter une attention accrue à (i) l'intentionnalité de l'équipe dirigeante, qui est cruciale à la transformation de l'entreprise ; (ii) l'additionnalité de la solution proposée, afin de s'assurer qu'il ne serait pas préférable d'investir dans une solution à impact native ; (iii) la mesure des impacts positifs et négatifs pour démontrer que la transition permettra à l'entreprise d'être à impact positif net. »

Blandine Machabert, RAISE

Tous les fonds Article 9 n'ont pas vocation à être des fonds à impact

Si les obligations de transparence pour les fonds Art. 9 **couvrent certaines caractéristiques de l'investissement à impact**, ce dernier **va plus loin** sur de nombreuses autres dimensions, en particulier l'additionnalité.

Les fonds catégorisés Art. 9 ne sont pas tous des fonds à impact, et n'ont pas vocation à le devenir.

| Piliers de l'investissement à impact | Communication des fonds Art. 9 | Commentaires |
|--------------------------------------|--------------------------------|---|
| Intentionnalité | Partielle à totale | <ul style="list-style-type: none">L'objectif d'investissement durable induit une forme d'intentionnalité mais tous les fonds Article 9 ne recherchent pas intentionnellement la génération de bénéfices sociaux et/ou environnementaux |
| Additionnalité | Nulle | <ul style="list-style-type: none">Aucune dimension d'additionnalité dans les obligations des fonds Article 9 |
| Mesurabilité | Partielle | <ul style="list-style-type: none">Les obligations liées à l'Article 9 impose une mesure de la contribution sociale et / ou environnementale et des incidences négatives, qui reste moins avancée que les pratiques des fonds à impactL'Article 9 n'implique pas d'alignement des incitations financières et d'impact |



**Les fonds à impact
peuvent-ils être des fonds
Article 9 ?**



Dans quelle mesure les fonds à impact peuvent-ils être des fonds Article 9 ?



RAPPEL : la définition des investissements durables

L'ensemble des investissements¹ d'un fonds Article 9 doivent être **durables**, c'est-à-dire :

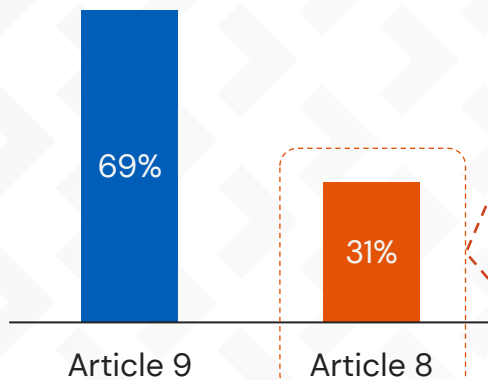
1. Contribuer à l'atteinte d'un **objectif social ou environnemental** prédéfini, mesuré à l'aide d'au moins un KPI ;
2. Ne **pas causer d'externalités négatives significatives** (« Do No Significant Harm » ou **DNSH**) sur les facteurs sociaux et environnementaux (mesuré à travers les indicateurs de Principal Adverse Impacts, ou **PAI**) ;
3. S'assurer que les sociétés dans lesquels les investissements sont réalisés appliquent des **pratiques de bonne gouvernance**.

Dans cette partie, nous **analysons les fonds à impact au regard des obligations liées à un fonds Article 9**, afin d'analyser les similitudes et les différences.

Près de 70 % des fonds à impact interrogés sont Article 9, mais des difficultés subsistent pour certains fonds

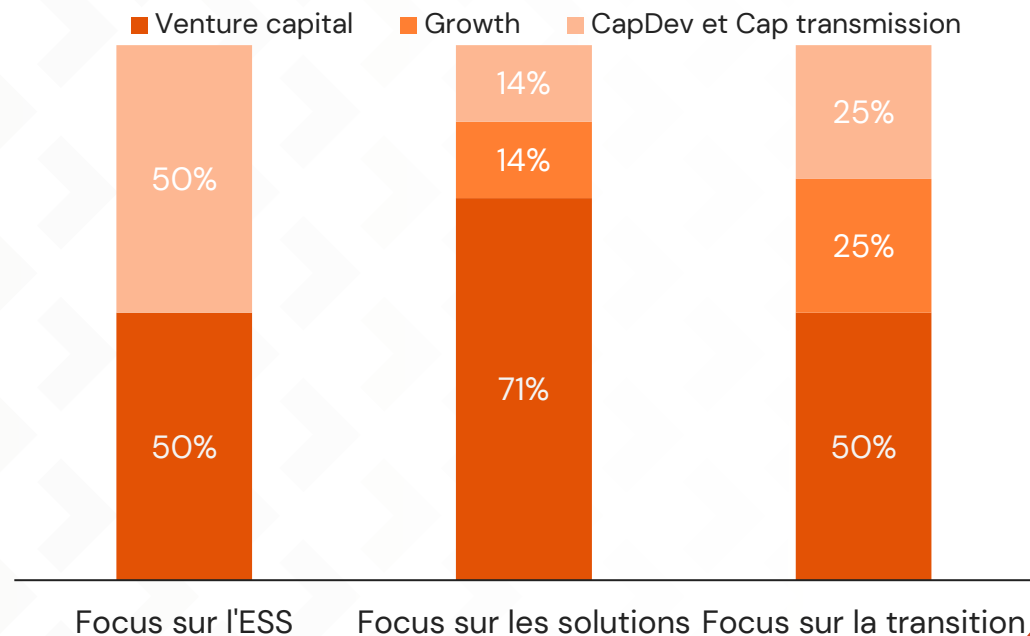
Part des fonds à impact par classification au sens de la SFDR

Nbr de répondants : 32



Répartition des fonds à impact classifiés Article 8 selon les stratégies d'investissement et type de fonds

Nbr de répondants : 10



« Notre stratégie d'investissement étant principalement orientée vers l'early stage, nous avons fait le choix, en raison de la réglementation et des obligations de reporting, d'opter pour l'article 8 et non l'article 9. »

« Au regard des exigences PAI, bonne gouvernance, etc. il était préférable de catégoriser le fonds en article 8. »

« Notre fonds est multisectoriel, dont la santé, ne permettant pas de répondre aux exigences du 9. Les reportings et référentiels de l'Article 9 sont peu appropriés pour le Venture. »

Source : Sondage conduit auprès des membres de la Commission Impact de France Invest en novembre 2023

Objectif d'investissement durable – Les fonds à impact poursuivent par nature un objectif d'investissement durable

L'intentionnalité est définie dans le cadre des travaux de France Invest & du Forum pour l'Investissement Responsable (FIR)¹ comme :

*... la volonté intentionnelle de l'investisseur de générer un **bénéfice social ou environnemental mesurable** (...) Cette intention concerne tous les investissements du fonds (approche systématique) et intervient au moment de la décision d'investissement (ex-ante).*

Cela implique notamment la définition de :

- Une **politique d'investissement** alignée sur les objectifs d'impact recherchés
- Des **objectifs d'impact définis ex-ante** qui se matérialise par une sélection pro-active d'entreprises en fonction des impacts attendus des investissements et des outils pour piloter les externalités positives comme négatives

Les fonds à impact peuvent justifier de l'existence d'un objectif d'investissement durable pour l'ensemble de leurs investissements, comme exigé pour un fonds Article 9.



FOCUS : quels objectifs d'investissement durable demain ?

- Actuellement, il revient à chaque société de gestion d'adopter sa définition de l'investissement durable, en s'appuyant sur celle de la SFDR, ce qui laisse beaucoup de flexibilité aux acteurs financiers.
- Dans la cadre de la consultation de la Commission européenne sur la SFDR, un nouveau système de catégorisation basé sur la stratégie d'investissement a été proposé.
- Les catégories envisagées sont les suivantes :
 1. Produits investissant dans des actifs proposant des **solutions à des problèmes sociaux ou environnementaux**
 2. Produits respectant des standards environnementaux, sociaux ou de bonne gouvernance
 3. Produits excluant certains actifs aux effets négatifs¹
 4. Produits centrés sur la **transition**
- Si cette évolution est actée, les fonds à impact devraient majoritairement entrer dans la catégorie 1, pour les fonds promouvant des solutions, ou dans la catégorie 4, pour les fonds centrés sur la transition des entreprises. Cette potentielle évolution des catégories de produits ne devrait pas poser de problème au fonds à impact.

Note : (1) Cette catégorie a été largement débattue par les répondants à la consultation, et pourrait être supprimée dans la prochaine version de SFDR publiée par la Commission Européenne

Objectif d'investissement durable – Les fonds sociaux ou de transition manquent de référentiels normatifs, accroissant les attentes de transparence



FOCUS : fonds durables, mais où est le social ?

- Le cadre réglementaire européen, à travers la **Taxonomie durable européenne**, a cherché à proposer des définitions communes des objectifs environnementaux. Cependant, il reste **évasif sur les objectifs sociaux** : à ce stade, des travaux exploratoires ont été conduits par les experts européens¹.
- En pratique, cela peut desservir les fonds à impact contribuant à **un objectif social** puisqu'ils ne bénéficient pas d'un référentiel européen (objectifs sociaux, critères d'analyse). Sans langage commun entre investisseurs, managers comme institutionnels, et entrepreneurs, la **charge de la preuve** est plus élevée.
- Depuis septembre 2023, France Invest et le Forum pour l'Investissement Responsable (FIR) ont initié des travaux afin d'étudier les critères qui pourraient sous tendre une **Taxonomie sociale** pour les investisseurs français.

Étude de cas : crédibiliser l'impact social, Newfund Heka

« Pour notre **fonds Heka**, qui investit dans des sociétés innovantes ayant un impact sur la santé du cerveau et ses compétences, nous avons établi un **partenariat scientifique** avec la Fondation FondaMental. Ce partenariat est un **maillon essentiel qui nous permet de renforcer la confiance de l'ensemble de nos parties prenantes dans notre capacité à créer l'impact social identifié**, que ce soit nos LPs, notre équipe qui bénéficie d'une expertise scientifique de pointe pour identifier les meilleures solutions ou les entrepreneurs accompagnés » Garin Pitzini, Newfund management



FOCUS : impact, Article 9 et transition

- Dans le cadre de l' **Article 9²** de la SFDR, l'accent a été mis sur la transition bas-carbone, autrement dit les stratégies d'investissement avec **un objectif de réduction des émissions carbone**, en vue de la réalisation des objectifs de l'Accord de Paris.
- Pour les fonds centrés sur d'autres typologies de **transition** (par ex. transition juste, transition agricole...), la **charge de la preuve** est plus lourde.
- Mais, cette **charge de la preuve** est également élevée pour les fonds positionnés sur la transition bas-carbone qui n'auraient d'indice de référence (indice « transition climatique » de l'Union européenne ou indice « Accords de Paris »). Ils devront publier des **informations détaillées** sur la manière dont ils poursuivent des efforts de réduction carbone, en vue de la réalisation des objectifs de l'Accord de Paris.

Étude de cas : valoriser la transformation, T2 Energy transition fund

« Nous accompagnons à la fois des entreprises apportant des solutions et d'autres en transformation. Notre additionnalité est alors de les accompagner vers un business model plus durable. Si notre démarche d'impact est claire, le règlement SFDR l'est moins, notamment sur la proportion des revenus alignés à la définition d'investissement durable qui permettraient de valider un deal comme un investissement durable. Nous avons renforcé notre définition de « sustainable investment » au niveau du Groupe Tikehau Capital afin d'intégrer des seuils d'éligibilité à nos fonds Article 9 » Nathalia Millan, Tikehau Capital

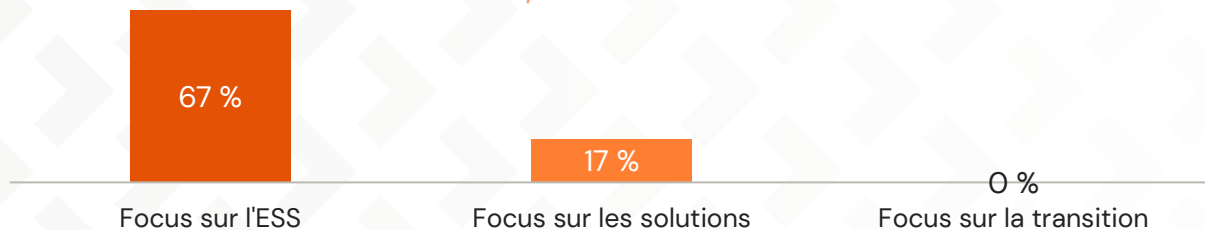
DNSH et gouvernance – les fonds à impact, comme leurs pairs, rencontrent des difficultés à gérer la conformité

En amont de l'investissement, les fonds à impact **analysent l'absence d'externalités négatives significatives** et la **qualité de la gouvernance**, conformément à la définition d'un investissement durable.

Cependant, à l'image des **difficultés rencontrées** par l'ensemble de la profession, lorsque les fonds à impact **ne peuvent pas réaliser le suivi annuel des PAI**, ils ne peuvent pas répondre aux obligations liées à l'Article 9 et sont catégorisés Article 8¹. C'est notamment le cas pour les fonds soutenant des entreprises **early stage** ou intervenant auprès d'entreprises de l'**Economie Sociale et Solidaire**.

Part des fonds à impact ne collectant pas de PAI par type d'investissement

Nbr de répondants = 32



Source : Sondage conduit auprès des membres de la Commission Impact de France
Invest en novembre 2023



Étude de cas : le poids du reporting comme frein à la classification Article 9, Ring GENERATIONS

« Le fonds Ring GENERATIONS – opéré en partenariat avec l'EDHEC – investit amorçage et pré-amorçage dans des sociétés dont le business model allie performance et un impact positif sur la société ou la planète.

Le choix de la classification SFDR du fonds s'est porté sur un fonds article 8 afin de ne pas faire peser sur les jeunes entreprises investies le poids du reporting relatif aux PAI et test DNSH, et aux pratiques de bonne gouvernance.

Au même titre qu'une entreprise de 3 personnes n'a pas de Conseil d'Administration, **la taille des entreprises en amorçage et pré-amorçage ne justifie pas la collecte des informations requises par SFDR 9, qui peut être lourde et non 'core business' par rapport à l'objectif durable premier de l'entreprise**. Les entreprises investies devront tout de même suivre des indicateurs ESG clés et ont vocation à être éligibles à des fonds articles 9 à des tours d'investissement ultérieurs. »

Servane Metzger, Ring Capital

En résumé : en pratique, l'ensemble des fonds à impact ne sont catégorisés Article 9

Du fait de leur philosophie d'investissement, les fonds à impact peuvent aspirer à être Article 9, mais des difficultés de conformité liées à la nature de leurs cibles peut les empêcher de se qualifier Article 9

| Piliers de l'Article 9 | Validation par les fonds à impact | Commentaires |
|-----------------------------------|-----------------------------------|--|
| Objectif d'investissement durable | Partielle à totale | <ul style="list-style-type: none">La majorité des fonds à impact peuvent facilement justifier d'un objectif d'investissement durable. |
| DNSH | Partielle | <ul style="list-style-type: none">La majorité des fonds à impact s'assurent du respect des principes de « DNSH » et de bonne gouvernance. |
| Good governance | | <ul style="list-style-type: none">Mais, ils rencontrent des difficultés dans la mise en conformité du fait des spécificités de leurs sous-jacents. |



Conclusion

Des concepts proches mais pas complètement alignés

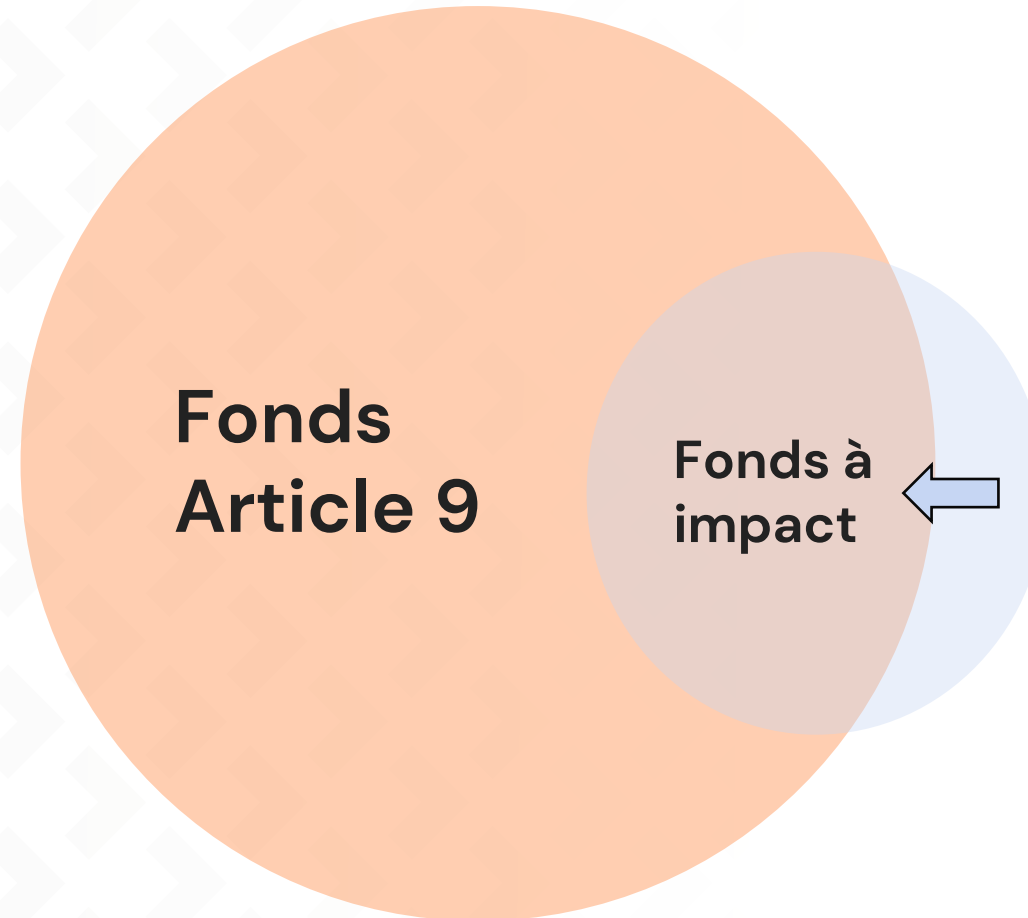


Tous les fonds Article 9 n'ont pas vocation à être des fonds à impact, mais l'essentiel des fonds à impact peuvent répondre aux exigences de l'Article 9

Tous les fonds Article 9 ne sont pas des fonds à impact.

Les fonds Article 9 pourraient répondre à certaines caractéristiques de l'investissement à impact.

Néanmoins, **l'investissement à impact va plus loin**, en particulier dans la **recherche d'additionnalité et la mesure de l'impact.**



Tout fonds à impact devrait pouvoir aspirer à être Article 9.

Mais la conformité peut être difficile pour certains.



Annexes

Études de cas sur les enjeux liés à la mise en conformité avec la SFDR pour les fonds à impact



Cap Autrement : Fonds à impact, classifié Article 9



Le fonds

- Nom du fonds :
Cap Autrement
- Société de gestion :
UI Investissement
- Classe d'actifs :
Capital investissement
- Taille du fonds :
100 M€ (taille cible)
- Début de la période d'investissement :
2022
- Classification au sens de la SFDR :
Article 9
- Signataire de la Charte « Investissement à impact » de France Invest :
Oui

Synthèse de la stratégie d'investissement :

- Fonds à impact investissant en majoritaire dans les PME en transmission en vue de leur faire effectuer un chemin d'impact.

La stratégie d'investissement du fonds

- *Le fonds Cap Autrement vise à reprendre en majoritaire des PME rentables au moment de leur transmission en vue de leur transformation impact dans les champs environnementaux ou sociaux ou les deux.*
- *L'alignement d'intérêts des enjeux durables (4KPI's ad hoc) se manifeste au niveau du carried (40%), du management package (40%) et du staff package (AGA + bonus « Loi Pacte » lié à 40% aux KPI's impact)*
- *Cap Autrement accompagne les entreprises dans leur développement stratégique ainsi que dans la mesure de leur impact, avec la mise en place et le suivi d'indicateurs clés tout au long de la période de détention de l'entreprise.*

Retours d'expérience

Facteurs clés de classification

- *La thèse du fonds est cohérente avec les attentes de la SFDR, à travers l'identification 4 KPI's contribuant à des objectifs environnementaux et sociaux ad hoc pour chaque participation.*
- *DD Impact systématique permettant de bâtir la stratégie Impact et de mesurer les PAI).*
- *Comité consultatif mobilisé sur la validation des chemins d'impact dans les 6 mois de l'investissement.*
- *L'attrait des investisseurs pour un produit classifié Article 9 a été un facteur clé de classification, d'autant plus que nous sommes perçus comme un pionnier du capital investissement à impact majoritaire dans le milieu encore faiblement travaillé de la transmission d'entreprise.*

Contraintes et difficultés rencontrées

- *Nous avons dû adapter nos processus Trajectoire ESG aux exigences de transparence d'un fonds Article 9 (PAI/ DNSH).*

Capenergie 5 : Fonds durable, classifié Article 9



Le fonds

- Nom du fonds :
Capenergie 5
- Société de gestion :
Omnes Capital
- Classe d'actifs :
Infrastructure
- Taille du fonds :
1.350 M€ (taille cible)
- Début de la période d'investissement :
2022
- Classification au sens de la SFDR :
Article 9
- Signataire de la Charte « Investissement à impact » de France Invest :
Non

Synthèse de la stratégie d'investissement :

- Stratégie de **transition** focalisée sur les enjeux **environnementaux**

La stratégie d'investissement du fonds

- *Nous investissons dans des plateformes d'infrastructures de production d'énergies renouvelables dans le but :*
 - *d'augmenter leur capacité opérationnelle ;*
 - *accompagner la transformation de leur pipeline de projets en actifs opérationnels ;*
 - *atteindre des portefeuilles de taille critique d'actifs en exploitation pouvant être cédés à des investisseurs à long terme.*
- *Cette stratégie permet d'accélérer le déploiement de nouvelles capacités de production d'énergie renouvelable en Europe.*

Retours d'expérience

Facteurs clés de classification

- *Appétit des investisseurs institutionnels pour les fonds Article 9*
- *Adéquation du secteur cible avec la taxonomie européenne*
- *Volonté de l'équipe d'investissement de structurer son approche ESG dans les participations*

Contraintes et difficultés rencontrées

- *Cadre réglementaire rigide. L'alignement taxonomie supérieur à 0% nécessite de disposer d'un chiffre d'affaires et de capex pour pouvoir calculer le taux d'alignement. Or nos participations n'ont pas toujours de chiffre d'affaires et de capex pendant les premières années de vie du fonds*

Heka : Fonds à impact, classifié article 9



Le fonds

- Nom du fonds :
Newfund Heka
- Société de gestion :
Newund Management
- Classe d'actifs :
Venture Capital
- Taille du fonds :
75 M€ (taille cible)
- Début de la période d'investissement :
2023
- Classification au sens de la SFDR :
Article 9
- Signataire de la Charte « Investissement à impact » de France Invest :
Oui

Synthèse de la stratégie d'investissement :

- Stratégie à **impact** focalisée sur les solutions aux **enjeux sociaux**

La stratégie d'investissement du fonds

- Heka est le premier fonds qui exploite les nouveautés scientifiques de la BrainTech en Europe et aux Etats-Unis et stimule le développement de sociétés innovantes ayant un impact sur la santé du cerveau et ses compétences.
- Le Fonds adopte une approche unique grâce à son partenariat avec la Fondation FondaMental qui renforce la solidité des évaluations scientifiques et l'accompagnement des sociétés en portefeuille dans le développement de leurs produits. Il investit en *Seed* et *Series A* des premiers tickets compris entre 1m€ et 2m€ et réinvestit de manière sélective sur les tours ultérieurs. L'investissement se positionne après la première étude clinique menée sur des humains, quelques mois avant l'autorisation de mise sur le marché.
- Heka investit dans des sociétés Tech développant notamment des solutions dans le champ de la médecine de précision, des traitements personnalisés et des stratégies prédictives, qui révolutionnent les soins médicaux et répondent à enjeux de santé majeurs.

Retours d'expérience

Facteurs clés de classification

- Investissements durables poursuivant un objectif social : Les sociétés financées contribuent directement aux ODDs 3.4 et 9.5 des Nations Unies (approche « by design »).
- Stratégie d'investissement et indicateurs de durabilité : À tout moment, le fonds doit respecter les indicateurs de durabilité quantitatifs définis dans la documentation contractuelle. Des éléments contraignants ont été inclus de manière continue dans l'ensemble du cycle d'investissement (instruction, décision, *closing*, détention, cession).
- Alignement de l'équipe de gestion : La rémunération de l'équipe de gestion est en partie subordonnée à l'atteinte de l'objectif d'investissement durable (20% de la commission de gestion). Une partie du *carry* (20%) est reversée à des projets d'intérêt publics.

Contraintes et difficultés rencontrées

- Choix d'un cadre intelligible : Eu égard à la spécificité de la classe d'actifs et la maturité des sous-jacents, approche « by design » verticalisée se rattachant aux ODDs.
- Elaboration de processus opérationnels adaptés :
 - Evaluation de la validité scientifique des projets financés.
 - Outil de *scoring* et plateforme d'accompagnement évolutifs en fonction de la maturité des sous-jacents.
 - Clauses contractuelles et objectifs fixés au management.
- Critères d'investissements durables mesurables : Quantifiables et mesurant des externalités clairement identifiées : Contribution à un ODD, bénéficiaires finaux, additionalité du gérant.

RAISE Impact 2 : Fonds à impact, classifié Article 9



Le fonds

- Nom du fonds :
RAISE Impact 2
- Société de gestion :
RAISE
- Classe d'actifs :
Capital investissement
- Taille du fonds :
300 M€ (taille cible)
- Début de la période d'investissement :
2024
- Classification au sens de la SFDR :
Article 9
- Signataire de la Charte « Investissement à impact » de France Invest :
Oui

Synthèse de la stratégie d'investissement :

- Fonds à impact investissant dans les solutions environnementales et sociales

La stratégie d'investissement du fonds

- À l'image de son fonds prédécesseur, RAISE Impact 2 accompagne les entreprises en croissance et rentables qui proposent des produits et services contribuant à l'atteinte des Objectifs du Développement Durable (ODD).
- Le fonds investit des entreprises européennes – impact-native ou en transition – qui développent des solutions liées à la transition énergétique, à la transition agricole, à l'économie circulaire et à l'inclusion sociale.
- RAISE Impact accompagne les entreprises dans leur développement stratégique ainsi que dans la mesure de leur impact, avec la mise en place et le suivi d'indicateurs clés tout au long de la période de détention de l'entreprise.

Retours d'expérience

Facteurs clés de classification

- La thèse du fonds est cohérente avec les attentes de la SFDR, à travers l'identification de solutions contribuant à des objectifs environnementaux et sociaux prédéfinis. Cela s'est traduit par une bonne adéquation de la thèse d'investissement avec la Taxonomie durable européenne (100% des entreprises environnementales du fonds prédécesseur sont éligibles à la Taxonomie)
- L'attrait des investisseurs pour un produit classifié Article 9 a été un facteur clé de classification, d'autant plus que nous sommes perçus comme un pionnier du capital investissement à impact

Contraintes et difficultés rencontrées

- Nous avons dû mettre à jour notre méthodologie propriétaire de mesure de la contribution aux ODD afin qu'elle puisse s'aligner avec la définition d'un investissement durable établie par le SFDR
- Des processus qui ont dû être adaptés à la marge afin de répondre aux exigences de transparence d'un fonds Article 9 (revue de la grille de reporting ESG annuel pour intégrer les indicateurs PAI, évolution des critères de Due Diligence pour répondre aux exigences de Do No Significant Harm)

Ring GENERATIONS : Fonds à impact, classifié Article 8



Le fonds

- Nom du fonds :
Ring GENERATIONS
- Société de gestion :
Ring Capital
- Classe d'actifs :
Amorçage – pré-amorçage
- Taille du fonds :
40 M€ (taille cible)
- Début de la période d'investissement :
2023
- Classification au sens de la SFDR :
Article 8
- Signataire de la Charte « Investissement à impact » de France Invest :
Oui

Synthèse de la stratégie d'investissement :

- Fonds à impact investissant dans les solutions environnementales et sociales

La stratégie d'investissement du fonds

- *Comme les autres véhicules d'investissement de Ring Capital, le fonds Ring GENERATIONS – opéré en partenariat avec l'EDHEC – investit dans des sociétés dont le business model allie performance financière et impacts positifs sur la société ou la planète.*
- *Le fonds sélectionnera les projets en fonction de leur potentiel d'innovation en matière de transition environnementale, santé & bien-être, consommation responsable ou encore équité et inclusion.*
- *Ce fonds, positionné en phase d'amorçage et de pré-amorçage, accompagnera des sociétés impact-native en tant qu'investisseur minoritaire (tickets compris entre 150k€ et 500k€)*

Retours d'expérience

Facteurs clés de classification

- *L'équipe d'investisseurs de Ring GENERATIONS met en œuvre la grille d'analyse et la méthodologie de Ring dont la vérification des 3 piliers de l'impact : intentionnalité des fondateurs, additionnalité de la solution et mesurabilité.*
- *Pour chaque investissement est défini au moins un KPI d'impact suivi trimestriellement.*
- *Le fonds contribue donc à un objectif social ou environnemental défini et mesurable. Pour autant, le choix de la classification SFDR du fonds s'est porté sur un fonds article 8 afin de ne pas faire peser sur les jeunes entreprises investies le poids du reporting relatif aux PAI et test DNSH, et aux pratiques de bonne gouvernance.*

Contraintes et difficultés rencontrées

- *Au même titre qu'une entreprise de 3 personnes n'a pas de Conseil d'Administration, la taille des entreprises en amorçage et pré-amorçage ne justifie pas la collecte des informations requises par SFDR 9, qui peut être lourde et non 'core business' par rapport à l'objectif durable premier de l'entreprise.*
- *La position d'investisseur minoritaire follow, souvent aux côtés de business angels, ne permet en outre par d'imposer cette collecte.*

T2 Energy Transition Fund : Fonds à impact, classifié Article 9



Le fonds

- Nom du fonds :
T2 Energy Transition Fund
- Société de gestion :
Tikehau Capital
- Classe d'actifs :
Capital investissement
- Taille du fonds :
1.0 Md€
- Début de la période d'investissement :
2018
- Classification au sens de la SFDR :
Article 9
- Signataire de la Charte « Investissement à impact » de France Invest :
Oui

Synthèse de la stratégie d'investissement :

- Fonds à impact investissant dans la transition énergétique et écologique

La stratégie d'investissement du fonds

- *En décembre 2018, Tikehau Capital a lancé un fonds d'investissement dédié à la transition énergétique, soit la transition vers une économie décarbonée. Les investissements du fonds se concentrent sur les entreprises évoluant dans trois secteurs déterminants : la production d'énergies propres, la mobilité bas-carbone et l'amélioration de l'efficacité énergétique, du stockage et de la digitalisation.*
- *T2 Energy Transition Fund (« T2 ») a vocation à soutenir les acteurs de taille intermédiaire de la transition énergétique dans le financement de leur développement, la transformation de leurs modèles économiques et leur expansion, notamment internationale.*
- *T2 combine l'approche d'investissement durable de Tikehau Capital avec un framework d'impact sur cinq piliers: intentionnalité, additionnalité, mesure de l'impact, alignement d'intérêts et revue externe. Enfin, le Fonds considère que les risques en matière de durabilité ainsi que les impacts positifs et négatifs sur les facteurs de durabilité.*

Retours d'expérience

Facteurs clés de classification

- *La stratégie d'investissement du Fonds T2 Energy Transition a été construite en prenant par boussoles la science et la contribution aux scénarios de décarbonation. Dans ce contexte, pour rentrer dans le portefeuille, les équipes d'investissement doivent démontrer l'alignement avec la théorie du changement du fonds. Ceci est en ligne avec les demandes SFDR 9.*
- *De plus, depuis 2021, nous avons commencé à mesurer la contribution des entreprises à travers des KPIs de résultats et d'impact. Par exemple, pour un développeur solaire, nous mesurons à la fois la puissance installée et la production d'énergie solaire, ainsi que les émissions évitées.*

Contraintes et difficultés rencontrées

- *Compte tenu la taille des entreprises cibles, le règlement SFDR pose des challenges tels que la mesure de l'alignement taxonomie et les impacts négatifs (DNSH). Dans notre rôle d'investisseur à impact, nous cherchons donc à accompagner nos entreprises à renforcer les compétences et la data pour pallier ces challenges. Cela fait partie de notre additionnalité. Notamment nous finançons depuis 2019 l'empreinte carbone (Scope 1, 2 et 3) de nos entreprises accompagnées en private equity et nous encourageons la conformité avec CSRD et Taxonomie.*

We Positive Invest 2 : Fonds à impact, classifié Article 9



Le fonds

- Nom du fonds :
We Positive Invest 2
- Société de gestion :
Arkéa Capital
- Classe d'actifs :
Capital risque
- Taille du fonds :
100 M€ (taille cible)
- Début de la période d'investissement :
2022
- Classification au sens de la SFDR :
Article 9
- Signataire de la Charte « Investissement à impact » de France Invest :
Oui

Synthèse de la stratégie d'investissement :

- Fonds à impact investissant dans les solutions environnementales et sociales

La stratégie d'investissement du fonds

- *We Positive Invest 2 accompagne les entrepreneurs dont le produit ou le service propose une solution à un enjeu environnemental ou sociétal.*
- *Le fonds investit dans des jeunes entreprises innovantes qui développent des solutions pour accélérer les transitions sociétales et environnementales dans 4 domaines :*
 - *la transition énergétique et climatique*
 - *l'économie circulaire*
 - *le capital humain*
 - *la santé et le bien-être*

Retours d'expérience

Facteurs clés de classification

- *100% d'investissements durables*
- *Impact : solutions*
- *Une méthodologie d'impact exigeante :*
 - *3 niveaux d'indicateurs de durabilité :*
 - *Part de CA contribuant à un ODD : 80% minimum*
 - *Scoring d'impact propriétaire*
 - *Indicateurs d'impact spécifiques et sur mesure pour chaque participation*
 - *BP Impact et audit annuel des indicateurs et notes d'impact*
 - *Audits ESG et Impact pré-investissement*
 - *Comité Impact, valorisation financière de l'impact*
 - *Operating partner ESG et Impact*

Contraintes et difficultés rencontrées

- *Notre approche d'investissement généraliste (social et environnemental) ne nous permet pas d'avoir un seul indicateur de durabilité homogène pour tout le fonds*
- *Jeunes entreprises qui démarrent la structuration de leur stratégie ESG, peu de données ESG disponibles au démarrage*