
INVESTISSEMENT D'IMPACT : PASSER DU DISCOURS A LA PREUVE, OU COMMENT LUTTER CONTRE L'IMPACT WASHING !

Novembre 2018

Auteurs : SEVERINO Jean-Michel, DEBLED Emilie, NOCQUET Emilie, BOURRIN Clémence

1. LE MARCHÉ DE « L'IMPACT INVESTMENT » ÉMERGE ET SE STRUCTURE PROGRESSIVEMENT...

Le marché de « l'impact investment », ou « investissement d'impact » connaît une forte croissance. Il est soutenu par l'appétit aiguisé d'investisseurs à travers le monde et par les besoins toujours immenses à combler sur le terrain. 229 organisations ont participé à la dernière étude annuelle du GIIN sur l'état du marché. Celles-ci représentent 35 milliards de dollars et ont effectué 11 000 transactions en 2017. Elles prévoient une croissance de leurs activités de 8% pour 2017 et confirment ainsi la tendance positive anticipée pour ce marché. De nombreux bailleurs ont en effet engagé une réflexion pour structurer leur approche de l'investissement d'impact, adapter leurs outils à cette nouvelle forme de financement, ou se doter d'instruments spécifiques tels que la « facilité Social Business » de Proparco ou d'enveloppe « Impact investment » comme celle de la Banque Européenne d'Investissement. D'autres, comme la Commission Européenne ou la Banque Mondiale, ont construit d'importants véhicules de financement du secteur à partir de ressources budgétaires, avec plusieurs milliards de dollars d'engagement. Ces outils de financement dédiés traduisent l'intérêt des institutions financières de développement (DFIs) pour l'investissement d'impact.

Du côté des financeurs privés, la tendance est identique. Un nombre croissant de groupes bancaires ou d'assureurs ont développé en interne des « fonds de fonds d'impact ». Cette démarche s'inscrit dans le cadre de leurs politiques RSE, mais répond également à une demande forte des souscripteurs qui souhaitent mobiliser leur épargne pour des causes à impact environnemental ou social. Une initiative particulièrement remarquable peut être soulignée dans ce domaine : celle d'AXA Investment Managers qui investit actuellement un fonds de fonds d'impact doté de 150 millions d'euros, financé sur les fonds propres d'AXA. L'équipe d'AXA IM s'est organisée afin d'être en mesure d'étudier les opportunités d'investissement d'impact par des professionnels de la finance, de l'impact et des juristes. Le professionnalisme des équipes et leur capacité à apprécier toutes les formes « d'impact investment » développées par les fonds qu'ils soutiennent représente un cas d'école pour d'autres acteurs souhaitant développer une approche similaire. Plusieurs acteurs de premier plan, comme Natixis (Mirova) ou Amundi, se sont également engagés dans la même direction, avec leurs propres modalités.

Parallèlement à cet engouement croissant pour la catégorie, des discussions sans fin agitent le monde de l'investissement d'impact pour tenter de définir ce qu'est « l'impact ». Il est en réalité très difficile de le définir précisément, car **il existe autant de formes « d'impact investment » que de fonds d'impact**. Chaque équipe détermine une cause d'intérêt général à laquelle elle entend contribuer, définit une stratégie d'investissement permettant de soutenir une cible - souvent peu desservie - et conçoit un système de mesure d'impact adapté à sa problématique. Trouver un cadre commun de mesure d'impact a semblé être la réponse à ces problèmes de définition. Mais là aussi, à chaque thèse d'impacts, ses indicateurs et son propre système de mesure d'impact !

« IMPACT WASHING » : UNE MENACE POUR LE SECTEUR DE L'INVESTISSEMENT D'IMPACT

Définir un cadre de référence commun, c'est bien le défi essentiel auquel va être confronté le marché de l'investissement d'impact, tout comme l'ensemble des acteurs qui le composent : comment, dans le foisonnement d'initiatives existantes, réussir à distinguer les démarches sérieuses, rigoureuses, résolument tournées vers l'intérêt général, des initiatives opportunistes qui ne font que teinter des stratégies d'investissement classiques ou responsables avec ce vernis d'impact, susceptible d'attirer de nouveaux financements ? Ou pour le dire autrement, comment lutter contre « l'impact washing ? »

Pour y répondre, nous proposons de revenir à la définition proposée par le Global Impact Investing Network (GIIN). Ce réseau de référence définit les investissements d'impact comme *des investissements réalisés dans des entreprises, des organisations, des fonds avec l'intention de générer un impact social et environnemental couplé à un retour financier*.

L'intentionnalité est au cœur de la définition de l'investissement d'impact, aujourd'hui la plus répandue. Or l'intentionnalité revêt le plus souvent un caractère déclaratif et ne se traduit pas toujours par des actes. **L'objet de cet article consiste à proposer un cadre de référence à tous ceux qui désirent rendre cette intentionnalité plus tangible**, dans une logique de transparence et de crédibilité du secteur. Les bénéfices à attendre sont en effet nombreux et peuvent être regroupés en 3 catégories :

- ✓ Favoriser une meilleure compréhension du secteur à travers une approche lisible et transparente
- ✓ Partager des bonnes pratiques et des outils qui ont fait leur preuve, promouvoir leur harmonisation et accroître la professionnalisation des acteurs
- ✓ Mobiliser des financements supplémentaires vers les fonds d'impact en favorisant une meilleure connaissance et appropriation des bailleurs.

Nous nous situons à une **étape critique du développement du secteur de l'impact Investment**. Afin de lui permettre de croître sur des bases saines et solides, il est indispensable de le doter de référentiels communs, concrets et lisibles.

2. COMMENT MATÉRIALISER L'INTENTIONNALITÉ D'UN FONDS D'IMPACT ?

Partant de notre expérience et de bonnes pratiques observées chez nos pairs, nous proposons de mettre à disposition de tous ceux qui souhaitent valoriser leur démarche d'impact management une matrice présentant les différentes composantes de leur intentionnalité : la matrice des 3 « I ».

Impact : une thèse et des objectifs

Toute démarche intentionnelle d'impact doit passer par une explicitation préalable de **l'enjeu d'intérêt général à résoudre**, qui réponde notamment aux questions suivantes : quelle est la nature et l'ampleur du problème sociétal à résoudre ? Quelles activités d'investissement déployer pour y faire face ? Quelle est la population ou cible affectée ?

Cette thèse générale d'impact pourra être déclinée ensuite en **objectifs spécifiques** pour préciser ce que l'on souhaite atteindre au travers des investissements et de leurs principales parties prenantes. Ces objectifs gagnent à être articulés avec les nouveaux Objectifs du Développement Durable, qui constituent aujourd'hui une feuille de route harmonisée à l'échelle internationale. Leur crédibilité dépend toutefois directement du contexte local dans lequel s'effectuent les investissements et qui pourra être documenté : si un objectif de création d'emploi est par exemple pertinent dans certaines zones d'intervention et auprès de certains publics, il le sera beaucoup moins dans d'autres...

Ainsi l'équipe sera-t-elle fédérée en interne autour d'objectifs précis et crédibles et une communication lisible sera-t-elle possible en externe. Cette précision des objectifs permet en outre de disposer d'une base objective, claire et mesurable (« SMART¹ ») pour sélectionner les projets d'investissement sur leur impact attendu et pour suivre et évaluer l'impact une fois les investissements effectués.

Des Indicateurs

Nous agissons en fonction ce que nous mesurons : s'il est réellement engagé dans une démarche d'impact, l'investisseur mettra en place des indicateurs clés de suivi (« KPIs ») pour évaluer ses impacts sur toute la chaîne :

- **Des ressources engagées** (« inputs ») telles que le capital déployé, les heures d'accompagnement, ou le nombre de missions d'assistance technique
- **Aux principaux résultats tangibles sur le terrain** (« outputs»), tels que le nombre d'entreprises financées et accompagnées, l'effet de levier sur d'autres sources de financement;
- **Aux principaux changements observés à l'échelle des entreprises financées et de leurs parties prenantes** (« outcomes »), tels que le nombre de personnes scolarisées ou reliées à l'électricité grâce aux entreprises financées, le nombre d'emplois créés en leur sein, etc.

¹ Spécifique/ Mesurable/ Atteignable/ Réaliste/ Temporellement défini

Pour aller plus loin, il conviendrait d'évaluer les **impacts** au sens scientifique du terme, soit les résultats de plus long terme directement attribuables à l'investissement (en comparaison de ce qui serait arrivé de toute façon). Cependant, si des évaluations de terrain peuvent s'en rapprocher, une évaluation d'impact scientifique reste difficile à conduire, comme expliqué dans la partie suivante.

Il convient aussi de s'interroger sur les ambitions à deux niveaux :

- **À l'échelle du portefeuille**, quels indicateurs ou notations sont pertinentes et faciles à collecter pour tous les investissements ?
- **À l'échelle de chaque investissement** : peut-on définir quelques indicateurs clés spécifiques à l'activité de l'entreprise ? Est-il opportun d'aller plus loin en construisant un "business plan" impact précisant les cibles à atteindre année après année, voire un cadre logique complet, à l'image des projets de philanthropie ou de développement plus classiques ?

En fonction des ambitions, plusieurs formes d'évaluations peuvent être envisagées : collecte d'indicateurs chiffrés à échéance régulière, notations de pratiques, ou encore enquêtes de terrain (pour aller plus loin, voir partie 3 de l'article).

Des Incitations

La démonstration d'un engagement d'équipe autour de l'impact passe enfin par les mécanismes de rémunération. Ces dernières années, plusieurs fonds d'impact ont mis au point des mécanismes d'incitation financière, permettant de lier la prime de performance des équipes de gestion (« carried interest »), non seulement à des objectifs financiers, mais également extra-financiers. A l'origine de ces initiatives pilotes, on retrouve des gestionnaires de fonds² mais également des investisseurs, tels que le Fonds Européen d'investissement, qui en fait une obligation pour les fonds d'impact financés et propose une méthode spécifique.

Dans la pratique, ces démarches peuvent être complexes à mettre en œuvre, notamment pour les fonds « ouverts » ou en l'absence d'historique en matière de gestion et mesure d'impact. Elles peuvent en outre être mal perçues par certaines équipes, qui considèrent que leur motivation d'impact n'est nullement liée à la rémunération.

Mais elles présentent l'avantage, pour les investisseurs et les gestionnaires de fonds, de définir une vision commune de l'impact à atteindre et d'en faire un sujet central de suivi et de gouvernance. Elles renforcent également la crédibilité des systèmes de mesure d'impact lorsqu'elles sont associées à des mécanismes d'audit externe sur les indicateurs cibles. Elles peuvent enfin ouvrir la voie à des démarches du même type au sein des entreprises financées.

3. COMMENT PROUVER L'IMPACT ?

Pour compléter cette vue d'ensemble, il reste une dernière question à poser : quels sont les outils à disposition des fonds pour mettre en pratique leurs objectifs d'impact ? Nous distinguons ici trois aspects qui nous paraissent prioritaires.

Ressources Humaines et organisationnelles

Les équipes des fonds d'investissement doivent assurer un rôle de premier plan lors de la définition et de la mise en pratique de la politique d'impact. L'enjeu est particulièrement crucial concernant l'équipe d'investissement. Elle doit prendre pleinement en compte les objectifs d'impact et les critères ESG lors de l'évaluation d'un dossier. Une formation spécifique et continue sur ces questions est nécessaire. De nombreux fonds ont également fait le choix d'une équipe (une personne ou plus) spécifiquement dédiée à la gestion et au suivi de la politique d'impact pour coordonner la démarche et capitaliser les expériences.

Pour aller plus loin dans l'affirmation et la mise en œuvre de la thèse d'impact, ces dimensions doivent être prises en compte dans les instances de gouvernance. Il est par exemple possible de créer des **instances ad hoc**, tels que des comités d'impact, destinés à revoir et soumettre des propositions aux fonds sur la gestion de l'impact (définition de la stratégie, analyse de la

² Plusieurs exemples de mécanismes mis en place dans des fonds d'impact dans cette note du GIIN : <https://thegiin.org/assets/documents/pub/impact-based-incentive-structures-aligning-fund-manager-comp.pdf>

performance ...). C'est la démarche adoptée par I&P pour ses fonds les plus récents. En outre, il est essentiel de veiller à inclure au sein du comité d'investissement des compétences ESG/impact pour évaluer les projets d'investissement sur ces dimensions. Enfin, des systèmes d'audits externes ou de certifications, de telle que GIIRS, viendront renforcer la solidité et la crédibilité de la démarche.

Outils de mesure d'impact

Plusieurs outils pratiques doivent être mis en place pour faciliter le suivi et l'évaluation de l'impact. Ces outils sont en effet utiles tout au long du processus d'investissement, y compris dans la phase de due diligence. Sur la base de ses principaux objectifs d'impact, I&P a par exemple développé une **grille de notation** qui permet à l'équipe d'évaluer l'impact potentiel du projet sur ses principales parties prenantes (employés, clients, sous-traitants) et de s'assurer que le projet est en ligne avec la stratégie d'impact du fonds. Cette grille permet d'ouvrir la voie à d'autres discussions sur le projet, en amont d'un éventuel investissement. Les **outils de mesure d'impact** sont utilisés pour suivre les résultats du portefeuille pendant la période d'investissement. Ils sont fondés sur une série d'indicateurs d'impact, certains communs à toutes les entreprises du portefeuille et d'autres spécifiques à chaque projet.

Après quelques années de mesure d'impact chez I&P, nous retenons que les indicateurs d'impact agrégés à l'échelle du portefeuille affinent notre compréhension d'impacts déjà bien connus mais constituent surtout un puissant outil de communication et de définition des objectifs pour les nouveaux fonds à lancer. Ils restent en revanche insuffisants pour comprendre les réalités complexes du terrain. Celles-ci nécessitent de se **pencher sur chaque cas d'entreprise et d'aller à la rencontre de ses employés, clients, producteurs ou distributeurs pour mieux les connaître** et identifier des pistes d'actions mutuellement profitables. Ces études s'appuient sur une enquête de terrain menée sur plusieurs semaines, et donnent un aperçu précieux des impacts d'une entreprise sur ses parties prenantes et son environnement.

Mais faute de moyens, ces évaluations ne peuvent être malheureusement conduites que sur un nombre limité d'investissements. Ces évaluations se rapprochent d'une mesure plus rigoureuse des impacts et permettent d'améliorer les opérations sur le terrain tout en capitalisant des leçons d'expérience. Rappelons toutefois qu'elles ne « mesurent » pas l'impact au sens scientifique du terme : en l'absence de « contrefactuel », les impacts constatés sur le terrain ne peuvent être attribués de façon précise à l'investissement réalisé, et leur durabilité, au-delà du moment de l'évaluation, n'est pas démontrée.

En fonction de ses besoins et ses objectifs, chaque fonds doit développer ses propres outils. Ce qui importe au final, c'est de savoir si les membres de l'équipe - et les entreprises bénéficiaires - sont capables de comprendre et d'utiliser ces outils.

Communication et transparence

Dernier point – et non des moindres – les fonds d'impact devraient communiquer ouvertement sur leur méthodologie et leurs résultats d'impact, non seulement dans un souci de transparence, mais aussi pour partager les bonnes pratiques entre investisseurs d'impact. Sans exposer ses entreprises en portefeuille, le fonds peut communiquer sur les chiffres d'impact agrégés collectés chaque année, mettant en évidence la manière dont ces résultats s'inscrivent dans ses objectifs d'impact. Il est également important de présenter comment ces résultats ont été identifiés et attribués à l'action du fonds. N'oublions pas ici l'importance de la mise en réseau et de l'évaluation par les pairs : il y a beaucoup à apprendre en observant comment les autres fonds avancent et en échangeant les bonnes pratiques !

CONCLUSION

Chacun sait qu'il n'y a pas d'amour, mais que des preuves d'amour. En notre matière, il n'y a pas d'impact mais que des preuves d'impact.

Au fur et à mesure que se popularise l'investissement d'impact, la tentation est devenue plus grande pour des équipes et des fonds, publics ou privés, orientés essentiellement voire uniquement vers le profit (une activité tout à fait légitime quand elle s'exerce légalement !) de compléter leur thèse d'investissement par un discours sur leurs impacts. Dans certains cas, ils s'auto-qualifient de véhicules d'impact. Ils optimisent ainsi leurs chances de recruter des investisseurs. Dans l'immense majorité des cas, ce discours consiste dans une dissertation sur leur contribution à l'emploi, la croissance, ou un sujet sectoriel ou

thématique. Les impacts relevés sont en fait ceux que toute entreprise bien gérée pourrait générer : car, heureusement, les entreprises bien gérées ont des impacts nets positifs sur la société et l'économie. Si cela n'était pas le cas, il n'y aurait aucune légitimité au système capitaliste ou libéral ! Pourtant, reconnaître à ce discours la légitimité de « l'impact investment » est dangereux : cela laisse sous-entendre qu'il n'y aurait aucun arbitrage, en aucun cas, entre rendement et impact – et donc que les investissements dont les rendements seraient faibles seraient tout simplement de mauvais investissements.

Or, l'objet de « l'impact investment » est au-delà, ou ailleurs, que dans ce discours lissé: dans la mesure où il souhaite contribuer explicitement à un résultat d'intérêt général par un instrument de marché, sa démarche méthodologique consiste à identifier ce résultat, à adapter son organisation en fonction, et à accepter ensuite les conséquences en termes de rendement qui y sont associées. Il est possible dans certains secteurs, rares, de combiner des rendements élevés avec une thèse d'impact. Mais, même dans ces cas, la légitimité de la démarche s'affaiblit rapidement au fur et à mesure que le niveau de la rentabilité attendue attire dans ce champ les investisseurs classiques. Dans la pratique, il est souvent nécessaire d'effectuer des arbitrages entre rendement et impact. C'est pourquoi une démarche rigoureuse de qualification des résultats, de mesure et évaluation de ces derniers, comme d'alignement des intérêts, du type de celle que nous avons présentée, est indispensable : elle l'est autant pour justifier et légitimer les arbitrages entre rendement et impact que nous venons de souligner, et externaliser la valeur ajoutée sociétale qui est le cœur de la démarche, comme pour différencier vrais et faux impacteurs... Donner les vraies preuves d'impact, c'est la seule vérité possible de l'investissement d'impact !

BIBLIOGRAPHIE

DCED, Juillet 2017, Attribution in Results Measurement: Rationale and Hurdles for Impact Investors

GIIN, 2017, *Annual Impact Investor Survey*

Novethic, Juillet 2017, *Les investisseurs en quête d'impacts. Stratégies, innovations et défis*

Issue Brief, GIIN, Impact-based incentive structures, December 2011

<https://thegiin.org/assets/documents/pub/impact-based-incentive-structures-aligning-fund-manager-comp.pdf>