

Appel à réflexion sur l'investissement à impact

Conseil scientifique de FAIR

L'objectif de cet appel à réflexion est de proposer un ensemble de questionnements critiques et scientifiques nécessaires pour le bon usage et la bonne compréhension de l'investissement à impact. Cette approche critique nous conduit à interroger la définition commune de la finance à impact sur au moins 3 points :

- La notion de qualification du besoin socio-environnemental n'est pas souvent évoquée comme composante de l'investissement à impact. Elle pose pourtant la question de savoir ce qui est financé et de ce qui doit être financé.
- L'intentionnalité de l'investisseur renvoie à la définition **d'objectifs mesurables et quantifiables**, d'une **méthode d'évaluation scientifiquement robuste et clairement présentée** du changement obtenu, la définition **d'un jeu d'indicateurs** et d'un **cadre de référence** : un investissement à impact repose sur la définition d'une stratégie d'investissement social, d'une « **théorie du changement** ». Cette intention, qui doit être **exprimée et évaluée** au triple plan du détenteur d'actifs (« asset owner »), de l'entreprise de l'économie réelle bénéficiaire de l'investissement et du financement du gérant d'actifs (« asset manager »), pose la question du rôle des détenteurs d'actifs dans cette intention.
- La question de l'additionnalité est souvent réduite, à tort, à celle de l'investisseur. De plus, la difficulté de sa mesure pose la question de l'utilisation d'un cadre commun. Enfin il convient de ne pas limiter le propos au seul investisseur et de s'efforcer de suivre l'impact sur les bénéficiaires de l'organisation faisant objet de l'investissement.

Longtemps considéré en France comme confidentiel, l'investissement à impact devient l'horizon de la place financière de Paris, comme le montre le rapport conjoint FIR-France Invest (FIR-France Invest, 2021), auquel a contribué FAIR.

L'investissement à impact est un investissement réalisé avec une intention d'engendrer un impact environnemental et social positif, en plus de son objectif de rendement financier (définition du GIIN). Dans son dernier rapport, le GIIN estime à 715 milliards de dollars les montants investis dans l'investissement à impact en 2020 (GIIN, 2021). Dans un très récent rapport sur les conditions réglementaires de l'investissement à impact (et de la finance durable) dans le monde, Freshfields distinguait les investissements instrumentaux à impact (à des fins de meilleur rendement) et les investissements spécifiques à impact (à des fins ultimes d'impact social) (Freshfields, 2021). Si les premiers s'apparentent à la finance durable, les seconds correspondent à la définition du GIIN, et à notre définition de la finance à impact.

Du côté de la demande de financement, les investissements nécessaires pour atteindre les Objectifs de Développement Durable au niveau mondial s'élèvent de 5000 à 7000 milliards de dollars par an, dont seulement 3000 milliards sont déjà financés par les Etats (*Filling the Finance Gap – Sustainable Goals*). Il manque donc 2 000 à 4 000 milliards d'investissement privé par an pour atteindre ces objectifs. C'est le défi que veut relever l'investissement à impact. Il pose au moins trois questions : la quantification du besoin social et environnemental, la question de l'intentionnalité, la question de la conséquence positive ou négative de l'impact (aussi appelé additionnalité). Ces questions permettent de définir les axes programmatiques de recherche du conseil scientifique de FAIR.

1) Qualification du besoin social

Question : L'impact visé est-il utile, sur le plan environnemental ou social ?

Éléments de réponse :

La qualification du besoin social et environnemental n'est pas souvent évoquée, et pourtant les chiffres parlent d'eux-mêmes. Seuls 115 des 230 indicateurs des Objectifs Développement Durable font l'objet d'une mesure normalisée mondialement, sans parler des sujets émergents depuis 2015 et non pris en compte dans les Objectifs de Développement Durable (par exemple l'éviction du plastique). Cette question apparaît d'autant plus pertinente à la lecture du rapport de l'indice de développement humain 2019 (UNDP, 2020). Les inégalités entre pays se transforment et changent de nature. Alors que les inégalités sur les capacités basiques de développement, au sens d'Amartya Sen, se réduisent (exemple : accès au mobile), les inégalités sur les capacités avancées de développement s'accroissent fortement (exemple : accès à l'internet fixe). Cela pose véritablement la question de savoir ce qu'il est véritablement nécessaire de financer, ou pour le dire autrement, quel type d'impact on cherche réellement à générer.

2) Intentionnalité de l'investisseur

Question : Qu'est ce qui prouve l'intention de l'investisseur d'atteindre son objectif d'impact ?

Éléments de réponse :

L'intentionnalité soulève de nombreux débats académiques. Ainsi, dans l'investissement responsable, le jugement de l'intentionnalité de l'entreprise ou du dirigeant est un élément fondateur, notamment dans les méthodes de type *policy-process-performance*, inspiré de la boucle de Deming. Mais cette évaluation de l'intentionnalité, qui renvoie à des jugements moraux, a été disqualifiée par un récent appel de 11 chercheurs internationaux (Busch & alii, 2021), car invérifiable au sens scientifique du terme. La position amoralisée de ces chercheurs renvoie d'ailleurs à la parabole du commerçant et de la petite fille, dans Fondement de la métaphysique des mœurs (Kant, 1786). Dans cette parabole, Kant explique que le rendu exact de la monnaie à un client par un commerçant ne permet pas de dire qu'il est un « bon » commerçant, faisant une « bonne » action, mais plutôt que ce dernier est conscient de « l'intérêt bien compris » de son entreprise. En termes plus scientifiques, on dirait que le commerçant ne profite pas de l'asymétrie d'information vis-à-vis de son client, pour préserver son potentiel de croissance commerciale à moyen long terme. Pragmatiquement, le rapport FIR - France Invest confirme la notion d'intentionnalité dans la définition de l'investissement à impact, en la caractérisant par les trois éléments suivants, issus de la théorie du changement : (1) déclaration préalable de son objectif d'impact social ou environnemental, (2) déclaration préalable de sa stratégie d'investissement, (3) présentation de sa gouvernance de nature à éviter tout conflit d'intérêt entre objectif financier et extra-financier (FIR-France Invest, 2021). Ces trois éléments permettent de valider en effet si l'investisseur a défini et donc a bien compris son intérêt. En termes plus concrets, on peut considérer que (1) la fixation d'un objectif quantifié, (2) la mise en place d'une mesure rigoureuse et vérifiée et (3) les règles d'arbitrage entre rendement financier et impact forment un bon test des intentions réelles de l'investisseur. On pourrait toutefois se poser la question de l'homogénéité de l'intention de l'investisseur. En effet, qu'en est-il des investisseurs finaux, à savoir les épargnants choisissant tel ou tel véhicule d'investissement ? Ont-ils l'information nécessaire pour confirmer leur adhésion à cette intentionnalité ? Comment leur participation à la gouvernance permet-elle de renforcer l'intentionnalité de l'investisseur ?

3) Additionnalité

Question : L'objectif d'impact fixé est-il suffisamment exigeant au regard de l'enjeu ?

Eléments de réponse :

L'additionnalité pose de nombreuses questions. Les définitions pratiques (FIR - France Invest, 2021) et académiques (Kölbel & alii, 2020) de l'investissement à impact réduisent la question de l'additionnalité à celle de l'investisseur. Cette réduction est compréhensible pour l'intérêt des praticiens, mais elle laisse deux questions fondamentales sans réponse :

1) Quelle additionnalité du projet financé ? Comment la structure financée définit-elle son additionnalité ? La question est d'importance car elle permet de remettre l'entreprise à impact et son besoin d'investissement au centre de la réflexion. Cette question est multidimensionnelle car elle permet aussi d'interroger les modalités dans lesquelles l'entreprise à impact va chercher sa propre additionnalité. Quel partage de la valeur ? Quelle contribution à son écosystème économique, social ou territorial ? Plus spécifiquement, le caractère solidaire des entreprises financées par l'investissement solidaire est-il un avantage scientifiquement vérifiable quant à l'atteinte d'objectifs sociaux ou environnementaux ?

2) Quel cadre de mesure macro-économique ou macro-social peut-on mettre en place pour mieux appréhender l'additionnalité des différents projets à l'échelle d'une entreprise ou d'un territoire ? Comment peut-on relier ce cadre aux objectifs de développement durable nationaux ? Cette question repose le problème de la qualification des impacts environnementaux et sociaux et des besoins de financement spécifiques. Dans la même perspective de questionnement, on peut se demander si les Objectifs de Développement Durable sont le seul cadre référentiel possible. D'une part, certains de ces objectifs sont macro-économiques et concernent un faible nombre de secteurs. D'autre part, les ODD sont par définition évolutifs pour prendre en compte pendant le processus certains sujets comme les plastiques. Dès lors, les objectifs sociaux ou environnementaux ne se limitent pas à des résultats ou des impacts, mais peuvent intégrer des questions d'accessibilité, comme le suggèrent les nomenclatures Cerise ou IRIS. La question est alors de savoir comment qualifier l'impact recherché par un projet ou un type de projet (GIIN, 2020) ?

Cet appel à réflexion a pour vocation de susciter le débat et d'orienter la réflexion des praticiens des investisseurs et des organisations financées, mais aussi de contribuer à un enrichissement des différents champs disciplinaires intervenant dans l'analyse de l'investissement à impact.

Références bibliographiques citées dans cet appel à réflexion :

Busch, T., Bruce-Clark, P., Derwall, J., Eccles, R., Hebb, T., Hoepner, A., Klein, C., Krueger, P., Paetzold, F., Scholtens, B., & Weber, O., (2021), « Impact investment: a call for (re)orientation. », *SN Business & Economics*, 1(2), [33].

Fajans-Turner V., (2019), « Filling the finance gap », Sustainable Development goals, UNA-UK Publication, [Filling the finance gap - Sustainable Goals](#)

FIR-France Invest, (2021), « L'investissement à impact, une définition exigeante pour le coté et le non coté », Mars 2021.

Freshfields Bruckhaus Deringer, (2021), « A legal framework for impact: Sustainability impact in investor decision-making ».

GIIN, (2021), « Annual Investor Survey 2020 », March 2021.

GIIN, (2020), « Methodology for standardizing and comparing impact performance », November 2020.

Kant E. : Fondements de la métaphysique des mœurs, 1785

Kölbel J.F., Heeb F., Paetzold F., Busch T., (2020), « Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact », *Organization & Environment*, vol. 33, n°4, pp. 554-574.

UNDP, (2021), Rapport sur le développement humain 2020.