

Les investisseurs en quête d'impacts

Stratégies, innovations et défis

Juillet
2017

Une étude
novethic

Les investisseurs cherchent à améliorer et mesurer les impacts environnementaux et sociaux de leurs démarches d'investissement responsable. Ce mouvement génère le développement d'initiatives et de produits nouveaux, particulièrement autour des Objectifs de Développement Durable. Source de promesses, ces démarches doivent relever des défis méthodologiques pour assurer leur crédibilité.

Les ODD, le nouveau référentiel

Depuis leur adoption par les 193 États-membres de l'ONU en septembre 2015, les 17 **Objectifs de Développement Durable** (ODD) s'imposent comme le nouveau référentiel des entreprises et des investisseurs qui souhaitent rendre compte de leurs impacts sociaux et environnementaux. Les **engagements collectifs pris par de grands institutionnels**, en majorité d'Europe du Nord, et le lancement à Paris des Principes pour la finance à impact positif en janvier 2017, marquent deux étapes importantes de ce mouvement. **87 institutions financières se sont engagées dans des initiatives collaboratives récentes**, promouvant l'investissement en faveur des Objectifs de Développement Durable. Les besoins de financement sont estimés à 2500 Mds \$ supplémentaires par an.

OBJECTIFS DE DÉVELOPPEMENT DURABLE



Décloisonnement des stratégies d'investissement

L'investissement responsable entre dans une nouvelle période où la seule intention de prendre en compte des critères environnementaux et sociaux ne suffit pas. Il faut l'assortir d'objectifs chiffrés, mesurés dans le temps. Cela provoque un **décloisonnement entre l'investissement responsable** d'une part, adopté par des investisseurs qui intègrent les risques environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans leur gestion financière, et le marché dynamique mais plus resserré de l'**impact investing** d'autre part, fondé sur la recherche active d'un retour social et environnemental sur investissement, traditionnellement grâce au financement d'entreprises non-cotées. L'*impact investing* voit ainsi se rapprocher des grands investisseurs aux exigences nouvelles.

Sommaire

- L'impact, une nouvelle étape pour l'investissement responsable p 2
- Les initiatives d'investisseurs en faveur des Objectifs de Développement Durable p 3
- Les stratégies d'impact se développent au sein de l'investissement responsable p 4
- Le marché de l'*impact investing* sort de sa niche p 5
- Des investisseurs institutionnels veulent dopper les entreprises sociales p 6
- Nouveaux modèles d'investissement p 7
- Entreprises cotées, un défi pour les démarches d'impact p 8
- Développer des nouveaux modèles de financement p 11
- Repères utiles p 12

Défis méthodologiques et crédibilité

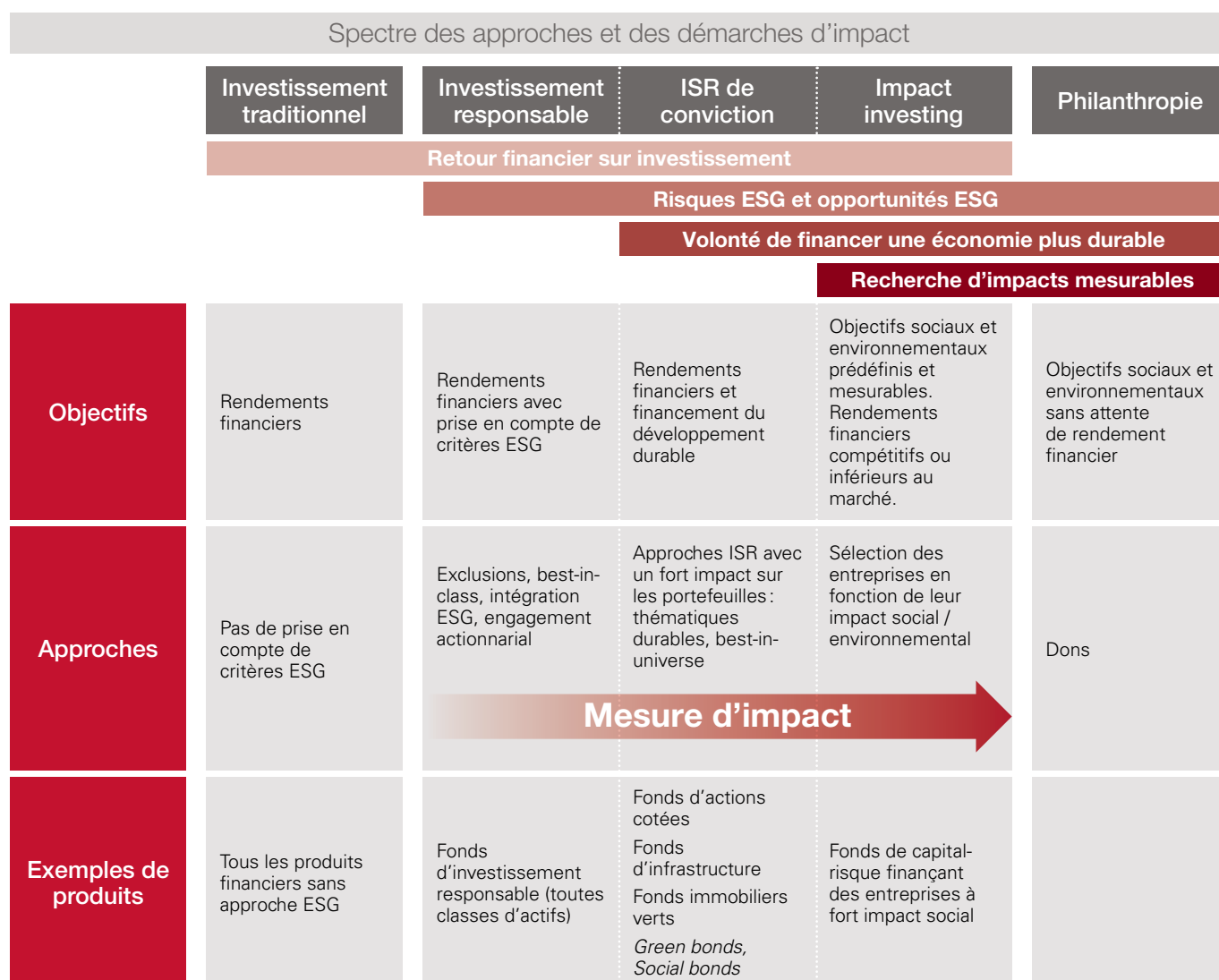
De nouveaux marchés et produits émergent, comme les *green bonds* et les *social bonds*. Les investisseurs disposent également d'un nombre croissant de fonds, d'indices et de méthodologies autour des thématiques de l'impact et des ODD. Ce foisonnement est **source d'innovations**, mais aussi de risques pour leur **crédibilité** au vu des stratégies d'impact plus ou moins robustes, qu'on pourrait qualifier d'« *impact-washing* ». Définir et mesurer des impacts positifs requiert des méthodologies solides, notamment pour les investisseurs qui souhaitent étendre la démarche aux actions cotées. Cette étude propose un tour d'horizon de cet investissement à impact qui témoigne de la profonde mutation du marché de l'investissement responsable.

L'impact, une nouvelle étape pour l'investissement responsable

Apparu il y a une dizaine d'années, l'*impact investing* s'est structuré autour d'investisseurs pionniers, qui cherchent explicitement à générer des bénéfices sociaux et environnementaux à travers leurs investissements. L'*impact investing* cible les entreprises, les organisations et les fonds qui apportent des solutions aux défis **environnementaux et sociaux en même temps qu'un rendement financier**.

C'est vers cette logique que convergent aujourd'hui les investisseurs responsables qui cherchent à transformer l'économie pour la rendre plus sobre en carbone et inclusive. L'investissement responsable s'est historiquement développé autour de la prise en compte des risques environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG), qu'ils soient éthiques ou financiers, dans les décisions d'investissement. Il évolue progressivement vers la sélection des entreprises ayant les meilleures pratiques ESG. Allier la **recherche explicite d'impacts positifs** avec le rendement constitue un saut qualitatif important, qui brouille les frontières entre l'investissement responsable et l'*impact investing*. Il s'agit d'un « ISR de conviction » qui permet de construire des portefeuilles très éloignés des grands indices traditionnels.

Ces démarches sont principalement adoptées par des **fonds de pension d'Europe du Nord**, qui souhaitent les appliquer à des poches croissantes de leurs actifs, y compris sur les actions cotées. Ces investisseurs sont largement mus par la volonté de **rendre compte à leurs bénéficiaires** de leur contribution à une économie durable. Le mouvement est présent **ailleurs dans le monde**, par exemple en France, où des institutionnels cherchent à contribuer plus largement à **l'économie sociale et solidaire**. La gradation entre la prise en compte de critères ESG dans les politiques d'investissement et la recherche intentionnelle d'impacts mesurables a donné lieu au développement de classifications, qui permettent également de relier les pratiques aux objectifs des investisseurs.



Source : Novethic

Les initiatives d'investisseurs en faveur des Objectifs de Développement Durable

Les Principes pour la **finance à impact positif**

En janvier 2017, l'Initiative Finance du Programme des Nations unies pour l'environnement (UNEP FI) a lancé, avec un groupe de banques et d'investisseurs représentant 6600 Mds \$, des « Principes pour la Finance à Impact Positif¹ ». Ces principes visent à « *diriger les centaines de milliards de dollars gérés par les banques et les investisseurs* » vers le financement des ODD.

Les quatre principes sont des **lignes directrices pour le financement du développement durable** à destination des financeurs, des investisseurs et des auditeurs, applicables à toute forme d'instruments financiers. Le premier définit la finance à impact positif comme celle qui sert à délivrer une contribution positive à au moins l'un des trois piliers du développement durable (économique, environnemental et social), une fois que tous les impacts négatifs ont été identifiés et atténués. Les trois suivants concernent les cadres, la transparence et l'évaluation de la finance à impact positif. Les membres de cette initiative ont établi des groupes de travail pour mettre en œuvre les Principes.

(1) Australian Ethical, Banco Itaú, BNP Paribas, BMCE Bank of Africa, Caisse des Dépôts Group, Desjardins Group, First Rand, Hermes Investment Management, ING, Mirova, NedBank, Pax World, Piraeus Bank, SEB, Société Générale, Standard Bank, Triodos Bank, Westpac and YES Bank



Le point de vue de Tatiana Bosteels, Hermes IM

Tatiana Bosteels est Directrice de la responsabilité et de l'investissement immobilier responsable chez Hermes Investment Management. Elle est impliquée dans l'initiative Positive Impact.

Qu'est-ce que l'initiative apporte aux investisseurs responsables ?

« Chez Hermes, nous avons remis en question nos définitions des risques et de la responsabilité fiduciaire. Nous évoluons vers la réalisation de rendements holistiques, c'est-à-dire que nous regardons les conséquences de nos investissements au-delà de la performance financière. Nous avons besoin de fournir des rendements financiers, mais nous ne pouvons pas non plus isoler un investissement de son environnement. Et nous devons donc étudier comment nous pouvons aussi fournir des impacts positifs dans le monde réel pour nos clients et nos bénéficiaires, qui incluent un grand nombre de

fonds de pension et de petits bénéficiaires. Je pense que les impacts positifs sont basés sur trois principes clés :

- 1) L'intentionnalité – les objectifs en termes d'impacts réels, et les buts et indicateurs utilisés pour y parvenir
- 2) Le suivi des résultats
- 3) Le développement de la confiance à travers la transparence, y compris la vérification et la certification.

L'engagement avec les entreprises est aussi un moyen essentiel pour parvenir à des impacts positifs. Dans les groupes de travail de l'initiative Positive Impact, nous développons des définitions communes et des cadres sur ces sujets, et travaillons sur des méthodologies d'évaluation et des indicateurs de mesure d'impact. »

Les engagements des **investisseurs d'Europe du Nord**

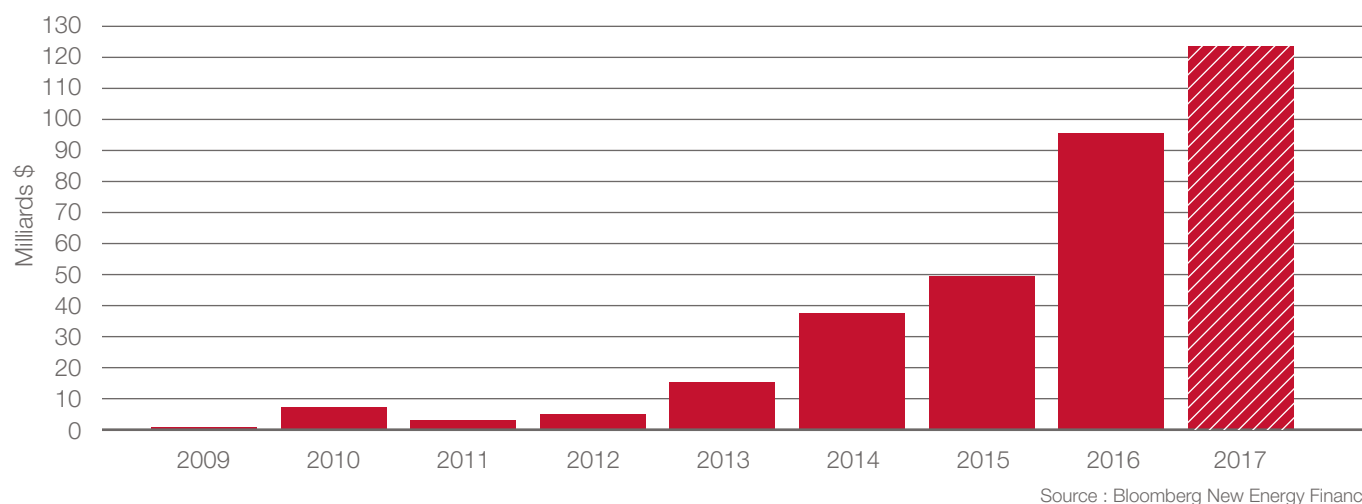
Les **investisseurs néerlandais et suédois** sont particulièrement investis sur le sujet des ODD. Dans une déclaration publiée en septembre 2016, APG, PGGM, les fonds AP1, 2, 3 et 4, MN, Actiam et Kempen estiment qu'il est essentiel d'investir l'argent des retraites dans les ODD à grande échelle. Ils précisent que ces investissements doivent répondre à leurs exigences en matière de risques et de rendement.

17 investisseurs néerlandais ont également publié en décembre 2016 un rapport dans lequel ils s'engagent à investir pour les ODD et explorent les pistes pour y parvenir. Les deux plus grands fonds de pension néerlandais, ABP et PFZW, ont respectivement pris l'engagement de flécher leurs investissements vers des solutions de développement durable à hauteur de 58 milliards et 20 Mds € d'ici 2020. Leurs gestionnaires, APG, et PGGM, ont créé des poches d'investissement dédiées. En Suède, six des sept plus grands investisseurs institutionnels ont déclaré qu'ils intégraient les ODD dans leurs activités, leur gouvernance et leurs approches d'investissement.

Les stratégies d'impact se développent au sein de l'investissement responsable

La *Global Sustainable Investment Alliance* (GSIA) compile les données des forums régionaux d'investissement responsable, et considère l'*impact investing* comme une stratégie d'investissement responsable. L'étude de marché 2016 montre qu'avec **248 Mds \$ d'encours**, l'*impact investing* reste la stratégie la moins répandue, mais connaît la **plus forte progression relative** (+146 % entre 2014 et 2016). L'ensemble des démarches d'investissement responsable sont appliquées à près de 23 000 Mds \$ d'encours en 2016.

Le marché florissant des Green Bonds
Les émissions vont augmenter de 30 % pour atteindre 123 Mds \$, selon BNEF



Cette progression s'explique en partie par l'inclusion par le GSIR des **green bonds** et des **social bonds** dans cette catégorie. Ces obligations financent des **projets à valeur ajoutée environnementale ou sociale**. Les émissions de *green bonds* devraient atteindre 123 Mds \$ en 2017 selon Bloomberg New Energy Finance. Le marché des *social* et *sustainability bonds*, qui représentait 15,6 Mds \$ mi-2016, connaît lui aussi une forte progression. Le plus important *social bond* jamais émis (2 Mds \$) l'a par exemple été en juin 2017, et a été largement sursouscrit.

Les marchés des green et des social bonds font face au défi de l'harmonisation des pratiques. Les Green Bonds Principles, ainsi que les Social Bonds Principles adoptés en juin 2017, dégagent quatre caractéristiques de ces obligations : 1. Le ciblage des fonds (*use of proceeds*), qui doivent être fléchés vers des projets verts / sociaux ; 2. La mise en place de process d'évaluation et de sélection des projets ; 3. L'allocation effective des fonds ; 4. Le reporting. Ces principes présentent également des taxonomies embryonnaires de projets éligibles. La catégorie hybride des *sustainability bonds* dispose depuis juin 2017 de lignes directrices plus concises. La Climate Bond Initiative propose par ailleurs des taxonomies complémentaires, assorties de certifications, pour les projets environnementaux.

Le périmètre des projets et des émetteurs éligibles est source de **débats récurrents parmi les investisseurs**, à l'image de l'obligation émise par l'entreprise pétrolière Repsol en 2017 pour financer des projets d'efficacité énergétique liés à sa production d'énergies fossiles. De même, la **mesure des impacts sociaux et environnementaux reste un défi majeur**. Dans une étude analysant un panel de 17 grands investisseurs parmi les plus engagés sur la finance verte, détenant 7,7 Mds € de *green bonds*, Novethic montrait, en 2016, que la moitié d'entre eux faisait de la mesure des émissions de CO2 des projets financés un objectif prioritaire, mais qu'ils se heurtaient à un reporting insuffisant. Un quart du panel cherchait à mesurer les émissions évitées grâce aux projets, et un cinquième attendait des méthodologies de mesure d'impact plus matures pour l'intégrer au pilotage et de suivi de leurs investissements.

La mesure d'impact reste donc limitée, raison pour laquelle Novethic ne classe pas à ce stade les *green* et *social bonds* dans l'*impact investing*. Il s'agit plutôt d'**investissements thématiques, catégorie qui cible des actifs liés au développement durable de manière plus souple que l'impact investing**. Cette catégorie couvre notamment des fonds d'actions d'entreprises cotées tirant tout ou partie de leurs revenus de thématiques considérées comme durables (énergies propres, gestion de l'eau, agriculture, santé, bâtiments durables, etc.). Le choix des secteurs repose alors en partie sur les convictions des investisseurs.

Les investissements thématiques permettent aux investisseurs **de tirer profit d'enjeux liés au développement durable** et de communiquer sur leurs stratégies vertes et sociales. Ces stratégies atteignent **331 Mds \$ en 2016** selon la GSIA (+140% depuis 2014). Les approches thématiques créent des portefeuilles très différenciés, raison pour laquelle Novethic les classe dans la catégorie de l'ISR de conviction.

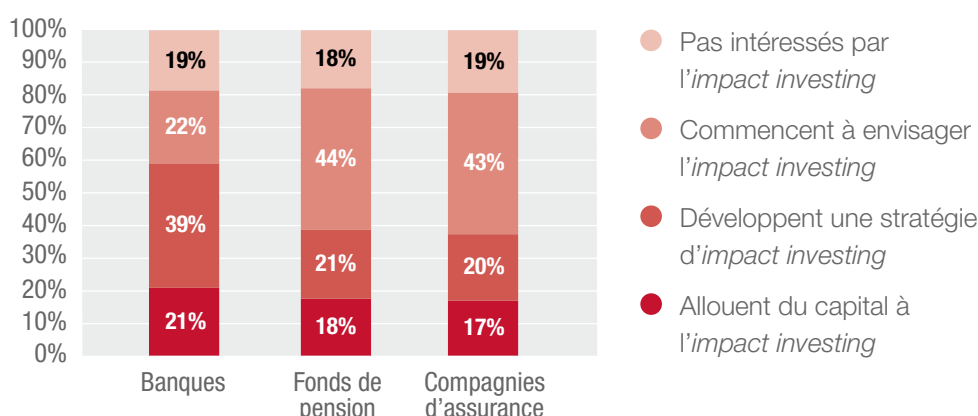
Le marché de l'impact investing sort de sa niche

Le Global Impact Investing Network (GIIN) définit l'*impact investing* comme « les investissements faits dans les entreprises, les organisations et les fonds avec l'intention de générer des impacts environnementaux et sociaux en même temps qu'un rendement financier ». Parmi ses caractéristiques principales figurent l'intention explicite des investisseurs de générer un impact social ou environnemental et l'engagement de mesurer cet impact. Les meilleures pratiques consistent ainsi à fixer des objectifs sociaux ou environnementaux précis aux entreprises, à les mesurer au cours du temps et à rapporter sur ces impacts. Des investisseurs mesurent également leur **additionnalité**, c'est-à-dire l'impact social ou environnemental qui n'aurait pas eu lieu sans l'investissement réalisé. Critère déterminant de l'*impact investing* pour certains investisseurs, l'additionnalité est un concept trop difficile à opérationnaliser pour d'autres. Il n'est pas retenu dans la définition du GIIN.

Applicable théoriquement à toutes les classes d'actifs, l'*impact investing* privilégie dans les faits largement les **marchés non-cotés**, notamment la dette privée, le capital investissement et les actifs réels. En effet, les organisations financées sont prioritairement des entreprises de taille limitée dans les secteurs du logement, de l'énergie, de la microfinance et des services financiers, de l'alimentation ou encore de la santé et de l'éducation.

208 investisseurs interrogés par le GIIN dans son enquête de marché publiée en mai 2017 totalisaient **114 Mds \$ d'actifs d'impact**. L'étude montre que le marché de l'*impact investing* est marqué par la **forte représentation des investisseurs particuliers**, notamment à travers les *family offices*, ainsi que des **investisseurs éthiques** et des **institutions de développement**. Néanmoins, en extrapolant les chiffres de l'enquête du GIIN, il apparaît qu'au moins un quart des investissements d'impact proviennent de **fonds de pension et d'assureurs**, soit directement, soit à travers des sociétés de gestion. Deux-tiers des investisseurs ont des attentes de rentabilité équivalentes à des investissements classiques, et un tiers est prêt à sacrifier une partie des rendements financiers au profit de l'impact environnemental ou social. Parmi les obstacles fréquemment cités pour développer le secteur figurent toujours l'insuffisance de produits répondant aux attentes des investisseurs en matière de taille ou de profils de rendement et de risque.

Perception par les gérants de fonds de l'intérêt des investisseurs pour l'*impact investing*



Source : GIIN

De plus en plus de grands investisseurs sont intéressés par l'impact investing (ci-dessus). Les investisseurs interrogés par le GIIN prévoient une croissance du marché, accompagnée d'attentes de rendement plus élevées. Cela pourrait à terme transformer le marché, en le professionnalisant, mais aussi en diluant la recherche d'impact de ces démarches.

La mesure d'impact au coeur de l'*impact investing*

La mesure des impacts sociaux et environnementaux est un élément central de l'*impact investing*. Les investisseurs ont pour cela développé de nombreuses méthodologies et indicateurs. Ceux-ci peuvent concerner les moyens mis en œuvre, les produits (*outputs*) et les réalisations / résultats (*outcomes*). Par rapport à l'investissement responsable, l'*impact investing* se caractérise par un accent plus fort sur les indicateurs de résultats, qui visent à mesurer les impacts concrets des entreprises et des projets financés sur le terrain.

Le GIIN recense les « métriques généralement reconnues » dans une base de données en ligne publique, l'IRIS, qui renvoie également vers les principales méthodologies et guides. Les Objectifs de Développement Durable semblent s'imposer comme le principal référentiel auxquels se réfèrent les investisseurs : 60% des répondants à l'*Annual Impact Investor Survey* utilisent ou prévoient de les utiliser dans un futur proche.

Des investisseurs institutionnels veulent doper les entreprises sociales

L'investissement dans l'économie sociale et solidaire est encore souvent considéré comme incompatible avec les contraintes des investisseurs institutionnels. De nouveaux produits leur permettent cependant d'intégrer ce marché à fort impact. Zoom sur la France, où le marché connaît une forte dynamique.

Une gamme de produits qui s'enrichit

En France, l'**impact investing**, qui peut être traduit par « investissement à impact social », peut concerner le financement des entreprises sociales et solidaires au sens de la loi (associations, mutuelles, coopératives, entreprises commerciales à but social) ou d'autres entreprises à fort impact social. Historiquement, le mouvement de la **finance solidaire** s'est développé grâce à l'épargne salariale et l'épargne des particuliers autour du **label Finansol**, attribué à des produits d'épargne qui financent des activités utiles d'un point de vue social ou environnemental, comme l'accès à l'emploi et au logement, l'agriculture biologique ou les énergies renouvelables. Finansol calcule que les 280 millions de financements solidaires générés en 2016 ont permis de créer ou de consolider 49 000 emplois, de reloger 5 500 personnes, d'approvisionner 20 000 foyers en énergies renouvelables et de soutenir 100 acteurs dans les pays en développement.

Plus récemment se sont développés des fonds de capital investissement à impact, commercialisés auprès d'investisseurs institutionnels. En mai 2017, le club AFIC Impact indiquait que ses membres géraient 1,26 Mds € d'investissements s'articulant autour du **double objectif de performance financière et d'impact**, de la mesure de cet impact et d'un **engagement actif** auprès des entrepreneurs. Parmi les souscripteurs de ces fonds figurent la Caisse des Dépôts, Bpifrance, Crédit Mutuel Arkea, CNP Assurances, l'ERAFP, AG2R La Mondiale, Mirova, le Crédit Coopératif ou Natixis.

Les entreprises financées oeuvrent dans l'insertion, la microfinance, l'immobilier social, les énergies renouvelables ou encore le recyclage ou sont implantées dans des zones desservies. Parmi les **indicateurs d'impacts publiés par les sociétés de gestion** figurent par exemple : le nombre d'emplois d'insertion créés, le nombre d'hectares de forêt préservés, le nombre de tonnes de déchets, d'eau ou de CO₂ évitées, la quantité d'énergies renouvelables produites, le nombre de micro-entrepreneurs soutenus, le niveau de salaire minimum dans les entreprises ou le nombre de visites dans les cliniques financées, le nombre d'entreprises dirigées par des femmes, ou encore le nombre de personnes ayant pu accéder à des services financiers.

Sociétés de gestion membres du Club Afic Impact

Alter Equity	Comptoir de l'innovation	Financités	Investisseurs & Partenaires	Nef Capital Ethique
Arkea Capital	Engie Rassembleurs d'Energies	Impact Partenaires	Mandarine Gestion	Phitrust
Citizen Capital	Esfm Gestion	Investir&+	Mirova	XAnge Impact

Des investisseurs institutionnels lancent eux-mêmes des fonds d'investissements dédiés à l'impact social. Axa a créé en 2013 un fonds de fonds de 150 M€, et Aviva France investit 30 M€ dans l'**économie sociale et solidaire (ESS)** à travers le fonds Impact Investing France. Cette tendance s'inscrit dans un mouvement européen plus large. Des grands assureurs comme Prudential, Zurich Insurance Group et Legal & General ont pris des engagements significatifs en matière d'*impact investing*.

En 2016, la Caisse des Dépôts, en collaboration avec plusieurs investisseurs, a lancé le fonds **NovESS**, qui, avec un premier closing de 60 M€ et un objectif d'atteindre 100 M€, a attiré des investisseurs tels que BNP Paribas, BNP Paribas Cardif, CNP, le Crédit Coopératif, l'ERAFP, l'IRCANTEC, l'Union des mutuelles régionales (UMR) et la Mutuelle Nationale Territoriale. Le fonds vise des secteurs où les investisseurs ont identifié un effet de levier conséquent, permettant le changement d'échelle et la structuration de nouvelles filières : le secteur sanitaire et médico-social, la transition énergétique, les circuits courts ou encore l'économie circulaire. Les premiers investissements seront réalisés en septembre 2017.

Nouveaux modèles d'investissement

Le fonds NovESS recherche l'impact à grande échelle



Le point de vue de Géraldine Lacroix, Caisse des Dépôts

Géraldine Lacroix, Directrice du département économie et cohésion sociale au sein de la direction des investissements et du développement local de la Caisse des Dépôts.

Quel type d'entreprise a vocation à être financée par NovESS ?

Le Fonds s'insère dans l'écosystème de financement existant. Il intervient à 90% en fonds propres et quasi fonds propres pour financer des organisations de l'ESS : associations, coopératives, mutuelles, fondations et sociétés commerciales. NovESS cible prioritairement les organisations en changement d'échelle, qui portent des projets de grande envergure, avec des tickets de financement entre 1 million et 5 millions d'euros. Il intervient aussi pour faire émerger des projets innovants, les futures pépites, ainsi que des projets en phase d'accé-

lération, pour des tickets compris entre 100 K€ et 500 K€.

Comment attirer les investisseurs institutionnels vers le financement de l'ESS ?

Attirer les investisseurs institutionnels vers le financement de l'innovation sociale nécessite le développement d'innovations juridiques et financières. NovESS, par sa capacité d'impulsion, donne un signal fort aux investisseurs institutionnels en créant la confiance, en élargissant les domaines d'interventions de financement et en mettant en place une gouvernance participative avec les investisseurs tant publics que

privés du Fonds. L'outil MESIS de mesure et de suivi de l'impact social des projets, co-construit avec BNP Paribas et le Comptoir de l'Innovation, participe de cette dynamique et a vocation à devenir un outil de place. Enfin, NovESS fournit un accompagnement aux entreprises pour leur permettre de pérenniser leur modèle économique et maximiser leurs impacts. Cela contribue à une caractéristique parfois méconnue de l'ESS : un taux de défaillance des entreprises beaucoup moins élevé que dans l'économie classique. Nous contribuons ainsi à démontrer que les entreprises sociales ne doivent pas être catégorisées comme des investissements à risque élevé. ”

L'outil de mesure d'impact MESIS permet de mesurer l'évolution de l'impact social des projets dans le temps autour d'indicateurs, transversaux et sectoriels, liés à la pertinence, la cohérence, l'efficacité, la valeur ajoutée, la qualité des pratiques RH et de la gouvernance, ou encore leur caractère innovant et les créations d'emplois.

Pilotage de l'impact du fonds NovESS

Pré-investissement	Investissement	Sortie
<p>Analyse du projet via un référentiel de critères associant :</p> <ul style="list-style-type: none">• impact,• et pratiques responsables (type ESG). <p>Fixation d'objectifs d'impact sur quelques indicateurs clés :</p> <ul style="list-style-type: none">• spécifique aux projets en fonction de leur secteur,• et transversaux.	<p>Revue des critères d'analyse initiaux pour voir les évolutions et la conformité avec ce qui était attendu.</p> <p>Suivi annuel des objectifs et des indicateurs clés :</p> <ul style="list-style-type: none">• remontée des données par la structure,• vérification de leur qualité,• échanges et interprétation des résultats avec la structure. <p>Agrégation annuelle des données au niveau du fonds pour les indicateurs transversaux.</p>	<p>Bilan global sur la performance du fonds via la performance des participations et une analyse de l'impact de l'investissement lui-même pour les projets.</p>

Zoom sur les **contrats à impact social**

Les Contrats à impact social (CIS) se développent en France en s'inspirant des **Social Impact Bonds** anglo-saxons, qui visent le financement privé de programmes sociaux de prévention. S'ils remplissent leurs objectifs, le bénéfice pour les finances publiques de ces projets justifie la rémunération des investisseurs par la collectivité. Les CIS français sont des contrats entre un opérateur social, un investisseur et un tiers payeur et **ne sont pas conçus pour être négociables sur un marché**. Face aux craintes de substitution des subventions par des financements d'investisseurs moins dédiés à l'intérêt général, l'Impact Invest Lab a développé une charte éthique, qui précise que les CIS sont destinés à financer des programmes innovants, non couverts par des dispositifs existants, répondant à des critères de mesurabilité des résultats et avec **rémunération limitée** des investisseurs. En mai 2017 a été signé le **CIS le plus important à ce jour** (100 M€). Il concerne le fonds Hémisphère, géré par AMPERE Gestion, qui financera 10 000 places d'hébergement d'urgence issues de la transformation d'hôtels. La rémunération des investisseurs (Aviva France, BNP Paribas Cardif, la Caisse des Dépôts, CNP Assurances, la MAIF et Pro BTP) sera liée à l'atteinte d'objectifs sociaux (% d'enfants scolarisés, % de résidents orientés vers un logement pérenne...) évalués par un expert indépendant.

Entreprises cotées, un défi pour les démarches d'impact

Des investisseurs et fournisseurs de services développent des démarches d'impact sur les marchés d'actions cotées. Ces démarches émergentes, qui font face à des défis méthodologiques, doivent encore faire la preuve de leurs impacts réels.

De nombreux investisseurs répondant à l'enquête annuelle du GIIN pensent qu'il est **difficile de générer des impacts** sur les marchés d'actions cotées, du moins sans détenir une part suffisamment importante du capital des entreprises pour les influencer. Aucun consensus n'existe jusqu'ici au sujet des modalités d'adaptation de l'impact investing sur les marchés d'actions cotées, notamment au regard de ses caractéristiques principales : l'intention explicite de l'investisseur de générer un impact positif, son engagement à mesurer cet impact, voire l'additionnalité sociale liée à son investissement.

Des pratiques de mesure encore limitées

De nombreux fonds et produits qui revendiquent des impacts ou la contribution aux ODD ne **mesurent en réalité pas leurs impacts**. Ils se limitent souvent à **calculer l'exposition des entreprises en portefeuille à des thématiques « durables » ou « d'impact »** rattachées aux ODD : nutrition, santé, éducation, efficacité énergétique, énergies renouvelables, traitement de l'eau, etc. C'est par exemple le cas de l'indice MSCI ACWI Sustainable Impact, auquel est lié un fonds ETF de BlackRock, et celui du Solactive Sustainable Development Goals World Index, basé sur la méthodologie Equitics de Vigeo Eiris. Différents fonds « d'impact » ou de « contribution aux ODD » proposés par des sociétés de gestion adoptent la même approche, et sont en réalité des fonds d'investissement multi-thématiques. Certaines méthodologies, comme celle développée par l'agence Oekom, **balancent les contributions positives avec les impacts négatifs** au sein d'une grille basée sur les ODD, au niveau des entreprises comme des portefeuilles.

Dans un article récent, UBS met en garde contre le caractère réducteur et potentiellement trompeur de ces approches qui se fondent uniquement sur les revenus des entreprises. La banque suisse explique que l'impact social doit plutôt se mesurer **en « unité de bien-être humain »** et indique travailler avec des universitaires, ainsi qu'avec PGGM, pour développer un **cadre quantitatif pour mesurer les impacts des entreprises**. PGGM a mis en garde contre le risque « *d'impact-washing* » ou « *d'ODD-washing* » si, à mesure que les investisseurs s'emparent de l'*impact investing* et des ODD, ils les interprètent et les mesurent trop simplement.

VBDO, le forum néerlandais pour l'investissement responsable, a publié en 2016 une étude analysant les investissements d'impact reportés par ses membres (24 Mds €, dont 10 Mds investis dans des actions cotées). Selon VBDO, une majorité d'entre eux pourraient être considérés comme des **« light impact investments »**. Ils seraient **mieux catégorisés comme relevant d'autres stratégies** au vu des **degrés d'ambition variables** en matière de réponse à des défis sociaux et environnementaux et de mesure d'impact.

Dans un rapport de 2016, MSCI montre le chemin restant à parcourir pour parvenir à mesurer les impacts des portefeuilles. Au stade actuel, il serait prématuré de considérer que des fonds ou des produits qui se limitent à l'étape 2 du processus relèvent de réelles stratégies d'impact. Il s'agit plutôt d'investissements thématiques.

Etapes de la mesure d'impact durable au niveau des portefeuilles selon MSCI
















Manque de données et complexité de l'évaluation

Plusieurs investisseurs vont plus loin que la mesure de l'exposition des entreprises à des thématiques, et **développent des indicateurs d'impact**. WHEB AM, société de gestion spécialisée sur le développement durable, a par exemple calculé dans son rapport d'impact 2016 plusieurs impacts environnementaux liés à 1 M€ investi dans son fonds FP WHEB Sustainability: 1 200 MWh d'énergies renouvelables générées; 1 600 tonnes de CO₂ évitées; 1,6 millions de litres d'eaux usées traitées; 30 millions de litres d'eau potable fournis et 140 tonnes de déchets recyclés. WHEB admet que ces indicateurs sont imparfaits à cause d'un **manque de disponibilité des données**, et n'est pas encore en mesure de reporter sur des **indicateurs quantitatifs sur les thématiques sociales**.

Les thématiques sociales posent des questions particulièrement aiguës en matière de définition et de mesure de ce que sont des impacts positifs. La répartition entre ce qui relève des services publics et du secteur privé est par exemple débattue dans des secteurs tels que la santé, l'éducation ou la gestion de l'eau, qui sont des thématiques d'investissement récurrentes des fonds d'investissement. La méthodologie développée par l'Investment Leaders Group propose un indicateur intéressant pour évaluer la contribution des entreprises au bien-être: le montant de leur charge fiscale, qui contribue au financement du bien commun par l'Etat (cf p.10).

La société de gestion néerlandaise PGGM, qui fait figure de pionnière en matière de structuration de sa démarche d'impact, illustre cette problématique. PGGM a créé des poches intitulées **«Investir dans les solutions»** dans quatre domaines: environnement, eau, alimentation, santé. Pour chaque thème, PGGM investit dans des entreprises dont elle estime que les activités apportent des solutions durables, et mesure leur performance au regard de quelques indicateurs clés. Ces entreprises incluent par exemple des fournisseurs de solutions d'efficacité énergétique, des entreprises spécialisées dans le traitement de l'eau, des groupes pharmaceutiques (Sanofi, Novartis...), des producteurs d'engrais et de pesticides (BASF, Monsanto, Dow Chemical, Phosagro) ou des entreprises agroalimentaires (Wilmar, Unilever...).

PGGM, «Investissements dans les solutions»		
Thématique	Euros investis (M€)	Impact en 2015
Climat et environnement 	3 860 € (820 en 2016)	 3,8 millions MWh d'énergies renouvelables produites  4,0 millions de tonnes de CO ₂ évitées 
Eau 	867 € (451 en 2016)	 38 millions m ³ d'eau économisée 65 millions m³ d'eaux usées traitées 
Alimentation 	2 800 € (629 en 2016)	 111 000 tonnes/hectares d'amélioration des rendements 640 millions de litres de lait produits dans des pays en développement 
Santé 	3 690 € (893 en 2016)	 530 000 personnes ayant accédé à des soins de santé de qualité 

Ce type de portefeuille reflète des **convictions parfois diamétralement opposées à celles des acteurs traditionnels de l'impact investing**. PGGM considère par exemple que les engrais et pesticides chimiques contribuent à l'amélioration des rendements, et donc à la sécurité alimentaire. L'investissement à impact social financera plus naturellement les circuits courts alimentaires et les filières biologiques, afin de faire émerger des modèles alternatifs aux grandes monocultures dépendantes d'intrants chimiques. L'agence Oekom research considère pour sa part que l'utilisation des pesticides chimiques à grande échelle contrevient à l'ODD 15 (préserver les écosystèmes terrestres), ainsi qu'à l'ODD 2 (Lutte contre la faim, sécurité alimentaire, améliorer la nutrition, agriculture durable).

La définition et la mesure crédible des impacts, positifs comme négatifs, restent donc des **défis cruciaux pour éviter les risques d'impact washing**. C'est le thème de l'un des groupes de travail de l'**initiative Positive Impact** de l'UNEP FI ou encore de l'**Impact Management Project**, sponsorisé par BlackRock, PGGM ou encore Pimco. L'un des travaux de référence provient de l'**Investment Leaders Group** (ILG) du **Cambridge Institute for Sustainability Leadership**. Dans un rapport publié en 2016, l'ILG propose six thématiques en lien avec les ODD et des indicateurs permettant de mesurer les impacts des entreprises, ainsi que des pistes pour les améliorer une fois les données disponibles – la qualité globale des données est actuellement mauvaise. L'ILG propose également des méthodologies d'agrégation d'impact et de reporting à l'échelle des portefeuilles.

Thème	Indicateur	Justification	Approfondissements envisagés
Besoins élémentaires	Revenus tirés de produits destinés à des groupes à faible revenu (\$)	Proxy pour la réponse aux besoins des groupes à faible revenu	<ul style="list-style-type: none"> • Pouvoir d'achat • Restriction aux produits répondant à des « besoins élémentaires » • Traitement équitable • Ethique des produits
Bien-être	Charge fiscale totale (\$)	Proxy pour la contribution au bien public	<ul style="list-style-type: none"> • Corruption des pouvoirs publics • Externalités négatives (alcool, pollution de l'air, tabac, sucre) • Revenus tirés de la santé, des soins, de l'éducation, de la justice et de la protection de l'environnement
Travail décent	Nombre d'emplois	Proxy pour les moyens de subsistance soutenus par les activités + chaîne d'approvisionnement	<ul style="list-style-type: none"> • Niveau national de travailleurs sans emploi et vulnérables • Salaire décent • Contrats stables (CDI) • Conditions de travail • Créations d'emplois indirectes
Sécurité des ressources	Consommation de matière vierge (tonnes)	Proxy pour la charge sur les ressources et les déchets des activités + chaîne d'approvisionnement	<ul style="list-style-type: none"> • Rareté des matières premières minérales (<i>hard commodities</i>) • Régénération des matières premières végétales (<i>soft commodities</i>) • Toxicité
Ecosystèmes sains	Empreinte sur les sols (hectares)	Proxy pour la charge sur les écosystèmes des activités + chaîne d'approvisionnement	<ul style="list-style-type: none"> • Niveau et tendance du déficit écologique national • Empreinte écologique totale • Restauration des services écosystémiques
Stabilité du climat	Emissions de GES Scope 1-3 (tCO2e)	Proxy pour la charge sur le climat des activités + chaîne d'approvisionnement + utilisation des produits	<ul style="list-style-type: none"> • Emissions évitées par l'utilisation des produits • Objectifs et contributions spécifiques au secteur • Alignement avec le scénario 2°C

L'engagement actionnarial, complément nécessaire des démarches d'impact

Sur les marchés d'actions cotées, les démarches d'impact ont jusqu'ici principalement pour objectif d'investir dans des entreprises dont les produits et les activités contribuent au développement durable. Cependant, au vu de la nature des marchés d'action et des entreprises financées, l'impact réel des investisseurs reste difficile à évaluer. Plusieurs investisseurs considèrent par conséquent **l'engagement actionnarial comme un moyen incontournable de leurs stratégies d'impact**. Le fonds de pension suédois AP7, qui souhaite apporter une contribution à l'ODD 6 (Accès à l'eau et gestion durable des ressources en eau), combine ainsi deux approches : l'investissement dans des projets apportant des solutions, et l'engagement auprès d'entreprises pour qu'elles prennent mieux en compte cet enjeu. En 2016, AP7 a ainsi mené un **engagement auprès des secteurs miniers, du textile et de l'agroalimentaire** sur le sujet. Les nombreuses démarches d'engagement collaboratif menées par des investisseurs sur des sujets tels que le climat, l'évasion fiscale ou les conditions de travail pourraient être de même intégrées à des stratégies d'impact.

Les prérequis d'une démarche d'impact

Parmi les investisseurs les plus engagés, Hermes Investment Management considère également l'engagement actionnarial comme clé dans la recherche d'impact. Dans une intervention à l'Impact Investing World Forum retranscrite par *Investment & Pensions Europe*, Andrew Parry, *Head of Equities* d'Hermes IM, propose **cinq tests pour déterminer ce qu'est un investissement à impact sur les marchés d'actions cotées** :

- 1 Une approche de long terme** des entreprises, de la création de valeur et de la gestion de portefeuille ;
- 2 Des positions de forte conviction dans des portefeuilles concentrés**, qui s'éloignent des benchmarks, au vu du nombre limité d'entreprises réellement impactantes ;
- 3 Un actionnariat actif** se concentrant sur un **dialogue constructif avec les entreprises** ;
- 4 Un cadre de mesure clair** qui identifie, en amont, des objectifs clairs au niveau des entreprises et du portefeuille ;
- 5 Une reconnaissance qu'il s'agit d'un travail difficile**, non superficiel, et qui devrait être intégré à travers le processus d'investissement, idéalement à travers tous les produits.

Développer des nouveaux modèles pour répondre aux besoins de financement

Les business models et les instruments financiers existants sont inadaptés pour répondre aux besoins de financement des ODD. Des travaux de recherche et des initiatives cherchent à combler ce déficit.



Le point de vue d'Elisa Vacherand, UNEP FI

Elisa Vacherand, Responsable du Programme Financement à Impact Positif au sein de l'Initiative Financière de l'ONU Environnement.

Quels sont les principaux défis à relever pour financer les ODD ?

« L'atteinte des ODD nécessite que les entreprises et les institutions financières qui les accompagnent considèrent leurs impacts sur l'environnement, l'économie et la société comme des sujets stratégiques. Pour atteindre cet objectif, l'Initiative Positive Impact, lancée en 2015 par l'UNEP FI et ses membres, a identifié deux principaux défis. D'une part, la nécessité d'établir un langage commun à tous les acteurs pour définir ce qui constitue des activités à impacts positifs et encourager leur développement. C'est ce que permettent les Principes pour la Finance à Impact Positif, lancés en janvier dernier à Paris. D'autre part, le développement de politiques d'engagement entre les acteurs privés et publics pour réfléchir ensemble à de nouveaux modèles de financement basés sur la notion d'impact. C'est l'objet d'un rapport que nous publierons cette année et d'un groupe de travail mis en place dans le cadre de l'initiative Positive Impact. »

La taxonomie des fonds de pension néerlandais

Taxonomie d'investissement dans les ODD



Les sociétés de gestion néerlandaises APG et PGGM, qui gèrent les actifs des fonds de pension ABP et PFZW, développent actuellement une taxonomie des investissements dans les ODD, qui « servira de base à un débat approfondi entre les investisseurs institutionnels et leurs sociétés de gestion sur la façon dont on peut développer l'intégration des ODD à la gestion d'actifs » selon Claudia Kruse, directrice de l'investissement responsable et de la gouvernance d'APG AM. A ce stade, cette taxonomie définit les ODD que les investisseurs privés peuvent financer et encourager. Une publication plus détaillée est envisagée.

Perspectives et défis des solutions émergentes

Développer les investissements à impact nécessite de lever différents obstacles financiers et réglementaires, notamment liés aux profils de risques des portefeuilles. Parmi les solutions explorées figurent les **financements mixtes (blended finance)**, qui associent **des fonds publics, privés et philanthropiques** et permettraient d'améliorer le profil de rendement et de risque des projets. Parmi les initiatives, le forum économique mondial et l'OCDE portent le Sustainable Development Investment Partnership, qui totalise 100 Mds \$ d'engagements d'investisseurs. L'organisation canadienne Convergence a également lancé une plate-forme de mise en relation d'investisseurs autour de projets de financements mixtes. En France, les présidents de l'Ircantec et du Réseau des administrateurs pour l'investissement responsable (RAIR) ont récemment appelé à flécher 1% des actifs et réserves des caisses de retraite, des mutuelles et des assurances vers l'ESS, ce qui implique la **levée de plusieurs blocages réglementaires**.

Répondre aux besoins des investisseurs ne doit pas se faire au **détriment de la recherche d'impact**. C'est ce que rappelle l'organisation de lutte contre la pauvreté Oxfam dans deux rapports publiés en 2017. Le premier souligne que les exigences de rendement élevés sont souvent contraires aux **besoins des entreprises sociales** et appelle à développer de nouveaux outils financiers aux rendements « faibles et lents ». Le second appelle à minimiser la **concurrence des financements mixtes avec les services publics**, les stratégies de développement et les systèmes financiers locaux. Dans les deux cas, Oxfam appelle à une amélioration de la transparence des investisseurs sur leurs impacts.

Repères utiles

Un cadre : les Principes pour une finance à impact positif

UNEP FI, *Principles for Positive Impact Finance*, 2017, unepfi.org, 2017

Portés par l'Initiative Finance du Programme des Nations unies pour l'environnement (UNEP FI), ces Principes pour la finance à impact positif fixent un cadre pour le développement des démarches d'impact des institutions financières. Ils sont amenés à devenir un standard de marché pour évaluer la contribution des investissements aux Objectifs de Développement Durable. Les membres de l'initiative Positive Impact ont mis en place des groupes de travail pour approfondir et opérationnaliser les principes.



Un rapport pour encourager l'investissement dans les ODD

Sustainable Development Goals Investing Initiative, *Building Highways to SDG investing*, 2016, sdgi-nl.org

2016, sdgi-nl.org Ce rapport signé par de nombreuses grandes institutions financières néerlandaises explore des pistes pour développer l'investissement au service des Objectifs de Développement Durable, tant aux Pays-Bas qu'à l'international. Il s'organise autour de quatre axes : les financements mixtes publics et privés, la mobilisation du capital des investisseurs particuliers, la standardisation des données et les barrières et incitations réglementaires. Le rapport émet des recommandations aux institutions financières, aux pouvoirs publics et aux régulateurs.



L'étude de marché du Global Impact Investing Network

GIIN, *Annual Impact Investor Survey*, 2017, thegiin.org

L'enquête de marché du GIIN dresse le portrait d'un marché en rapide développement. Il analyse les pratiques et les perceptions des investisseurs d'impact et donne des clés de compréhension du marché : acteurs, thématiques d'investissements, mesure d'impact, rendements recherchés, classes d'actifs, mutations en cours. Le GIIN met également à disposition des investisseurs une base de données qui recense plus de 400 fonds d'impact (impactbase.org) et un catalogue des indicateurs d'impact (iris.thegiin.org).



Une méthodologie d'évaluation de l'impact

Investment Leaders Group, Cambridge Institute for Sustainability Leadership, *In search of impact. Measuring the full value of capital*, 2016, cisl.cam.ac.uk

Ce rapport propose un cadre et une méthodologie de mesure des impacts des portefeuilles d'investissement. Il traduit les Objectifs de Développement Durable en thèmes d'impacts, auxquels il associe des indicateurs de base, amenés à être améliorés, ainsi que des méthodologies d'agrégation à l'échelle des portefeuilles et de reporting. Ce cadre a commencé à être appliqué par les membres de l'Investment Leaders Group, qui prévoient de le compléter au cours des prochaines années.



Une analyse critique de l'investissement à impact

Oxfam, *Impact investing : Who are we serving ?*, 2017, oxfamamerica.org

Ce rapport d'Oxfam analyse et prend le contrepied de plusieurs postulats récemment popularisés autour de l'impact investing, notamment autour de la possibilité de systématiquement combiner impacts sociaux et environnementaux avec retours sur investissements compétitifs. Oxfam recommande le développement d'un code de bonnes pratiques qui place l'intention de générer et mesurer des impacts au cœur des démarches. Dans un autre rapport paru en 2017 (oxfam.org.uk), Oxfam analyse le développement des financements mixtes et émet des recommandations pour les rendre plus transparents et s'assurer qu'ils contribuent au développement durable.



Les investisseurs en quête d'impacts

Stratégies, innovations et défis

Juillet
2017



Étude réalisée par Harald Condé Piquer, du centre de recherche de Novethic
Copyright : Reproduction interdite sans accord explicite de Novethic