

A propos des auteurs

2° Investing Initiative (2DII) est un think tank international à but non lucratif qui œuvre à l'alignement des marchés financiers et des réglementations sur les objectifs de l'Accord de Paris. Travaillant à l'échelle internationale avec des bureaux à Paris et New York, 2DII coordonne des projets de recherche dans le domaine de la finance durable. Afin de garantir son indépendance et l'intégrité intellectuelle de son travail, 2DII dispose d'une structure de gouvernance et de financement multipartite, avec des représentants d'un éventail diversifié d'institutions financières, de régulateurs, de décideurs politiques, d'universités et d'ONG.

Date: Février 2023

Co-auteurs:

Samia Baadj
Maximilien Boyne
David Cooke
Nicola Koch
Mickaël Mangot

RESPONSABLE DU FINANCEMENT : Ce projet a été financé par le programme LIFE de l'Union Européenne dans le cadre de la convention de subvention LIFE18IPC/FR/000010 A.F.F.A.P.

CLAUSE DE NON-RESPONSABILITÉ : Ces travaux expriment uniquement les opinions de 2DII. Les autres membres du Consortium Finance ClimAct et la Commission Européenne ne sont pas responsables de l'usage qui pourrait être fait des informations qui y figurent.



Annexe 3 : Conseiller les clients axés sur l'impact

Éviter toute confusion quant à la motivation des clients axés sur l'impact.

Qu'est-ce que l'impact ?

- (1) Lorsque les clients expriment dans un questionnaire d'adéquation leur volonté d'"avoir un impact positif évident sur la société et/ou l'environnement grâce à leurs investissements", ils signifient qu'ils visent à obtenir un "impact de l'investisseur" positif.
- (2) Par définition, l'impact est un changement dans un résultat causé par quelqu'un ou quelque chose. Un impact peut être positif ou négatif, intentionnel ou non. Dans le cas des clients orientés vers l'impact, l'impact visé est sans aucun doute positif et intentionnel.
- (3) L'impact est mesuré par rapport à divers objectifs sociaux ou environnementaux. Les thèmes d'impact sont aussi divers que les investisseurs d'impact.
- (4) L'impact concerne les résultats finaux et non les étapes intermédiaires qui relient les activités économiques aux résultats de la vie réelle. Il est largement admis de faire la distinction entre les concepts d'"outputs", de "résultats" et d'"impacts" des activités économiques. Les "outputs" sont les produits directs (sous forme de biens et de services) des activités économiques. Les "résultats" indiquent les changements positifs du système social ou environnemental générés par les activités économiques. Enfin, l'"impact" fait référence à la partie du résultat total généré par les activités économiques qui se produit "au-delà de ce qui se serait produit" sans les activités économiques. Cela nécessite souvent l'élaboration d'un scénario contrefactuel.

Distinguer l'impact de l'investisseur de l'impact de l'entité investie

- (5) Une analyse d'impact peut être réalisée pour n'importe quel agent économique, y compris les investisseurs et les bénéficiaires d'investissements. Lorsqu'il s'applique aux bénéficiaires d'un investissement (entreprises, gouvernements, etc.), l'impact devient l'impact sur le bénéficiaire de l'investissement et représente le résultat supplémentaire pour le monde causé par le bénéficiaire de l'investissement par rapport à un scénario contrefactuel (et hypothétique) dans lequel le bénéficiaire de l'investissement ne serait pas actif.
- (6) De même, l'impact de l'investisseur est le résultat supplémentaire pour le monde causé par l'investisseur par rapport à un scénario contrefactuel où l'investisseur n'investirait pas. Il n'y a d'impact positif pour l'investisseur que lorsque ses investissements améliorent de manière causale les résultats dans le(s) thème(s) qu'il cible.
- (7) À l'instar de la distinction entre l'impact de l'investisseur et l'impact de l'entité investie, les chercheurs ont préconisé de faire la distinction entre les investissements axés sur l'impact (c'est-à-dire les investissements dans des entreprises à impact positif qui ne font rien de significatif pour accroître cet

impact) et les investissements générateurs d'impact¹. Seuls ces derniers conviennent aux clients motivés par l'impact.

Comment les clients peuvent avoir un impact

- (8) Les investisseurs ont plusieurs possibilités de générer un impact positif sur l'économie réelle par leurs activités d'investissement (et de prêt). Ils peuvent i) permettre aux entreprises "vertes" de se développer plus rapidement, ii) encourager les entreprises "brunes" à améliorer leurs performances en matière de durabilité, et/ou iii) influencer d'autres investisseurs dans leurs processus de décision d'investissement². Les deux premiers canaux sont directs et impliquent une amélioration de l'impact des entreprises investies, tandis que le dernier canal est indirect.
- (9) La recherche a largement documenté les mécanismes d'impact disponibles pour les investisseurs. En particulier, l'Impact Management Project (IMP) a développé une taxonomie des différentes stratégies des investisseurs pour générer efficacement un impact. Cette taxonomie comprend quatre principaux mécanismes d'impact des investisseurs, à savoir : i) signaler que l'impact est important, ii) développer des marchés nouveaux ou sous-approvisionnés, iii) fournir des capitaux flexibles et iv) s'engager activement avec les bénéficiaires des investissements et les autres parties prenantes concernées³.
- (10) Les quatre mécanismes d'impact peuvent être explicités :
- **Signaler que l'impact est important** : les investisseurs peuvent envoyer des signaux de marché et hors marché indiquant qu'ils s'engagent en faveur de l'impact. Les signaux du marché, par le biais d'investissements et de désinvestissements basés sur une sélection durable, contribuent à modifier les conditions d'accès des entreprises aux capitaux sur les marchés financiers. Les investisseurs peuvent également envoyer des signaux qui n'affectent pas directement les marchés financiers mais peuvent influencer les parties prenantes par la stigmatisation (en déclarant publiquement leur opposition à certaines entreprises ou industries), l'approbation ou l'étalonnage (en appliquant passivement des portefeuilles de référence d'entreprises ayant les meilleures performances en matière de durabilité) ;
 - **Développer les marchés de capitaux nouveaux ou insuffisamment approvisionnés** : les investisseurs peuvent faire la différence en permettant la croissance des entreprises à fort impact dont la croissance est limitée par un accès restreint aux financements externes ;
 - **Fournir des capitaux flexibles** : les investisseurs peuvent également aider les entreprises à fort impact en proposant des financements avantageux, par exemple en acceptant des rendements inférieurs à ceux du marché, en prenant des dettes subordonnées ou des actions ou en convenant de conditions de sortie sur mesure ;
 - **S'engager activement** : les investisseurs peuvent utiliser leur position privilégiée pour influencer les entreprises dans lesquelles ils sont investis par différents moyens (vote aux assemblées d'actionnaires, dialogue avec la direction, demande de sièges au conseil d'administration, etc.)

¹ Busch et al. (2021), "Impact investments: a call for (re)orientation", *SN Business and Economics*.

² Kölbl et al. (2020), "Can Sustainable Investing Save the World? Examen des mécanismes de l'impact des investisseurs", *Organisation et environnement*.

³ Impact Management Project (2019), *Contribution des investisseurs sur les marchés publics et privés*

Quels produits financiers peuvent avoir un impact

Diverses contributions d'investisseurs

- (11) Tous les mécanismes susmentionnés ne doivent pas être considérés comme égaux. Une étude exhaustive de Heeb et Kölbl (2020)⁴ montre que, parmi les quatre mécanismes d'impact, la signalisation est celui dont la capacité à créer un changement positif dans l'économie réelle est la moins étayée par des preuves empiriques. Le soutien apporté à la signalisation provient de simples récits ou de modèles théoriques, alors qu'à l'inverse, les autres mécanismes sont étayés par des observations de la vie réelle.
- (12) Ils ne doivent pas être considérés comme exclusifs. En effet, il est possible de les combiner. L'IMP a répertorié différentes combinaisons de mécanismes d'impact qui peuvent être actionnés par un investisseur. Ils ont distingué et classé 6 combinaisons, de la moins efficace à la plus efficace. La figure présente ces 6 catégories de contribution des investisseurs selon l'IMP.

⁴ Heeb et Kölbl (2020), *The Investor's Guide to Impact*, CSP Center for Sustainable Finance & Private Wealth.

Figure 1 : Les catégories de contribution des investisseurs de l'IMP

INVESTOR'S CONTRIBUTION	
1	<p>Signal that impact matters</p> <ul style="list-style-type: none"> + Engage actively + Grow new/undersupplied capital markets + Provide flexible capital
2	<p>Signal that impact matters</p> <ul style="list-style-type: none"> + Engage actively + Grow new/undersupplied capital markets + Provide flexible capital
3	<p>Signal that impact matters</p> <ul style="list-style-type: none"> + Engage actively + Grow new/undersupplied capital markets + Provide flexible capital
4	<p>Signal that impact matters</p> <ul style="list-style-type: none"> + Engage actively + Grow new/undersupplied capital markets + Provide flexible capital
5	<p>Signal that impact matters</p> <ul style="list-style-type: none"> + Engage actively + Grow new/undersupplied capital markets + Provide flexible capital
6	<p>Signal that impact matters</p> <ul style="list-style-type: none"> + Engage actively + Grow new/undersupplied capital markets + Provide flexible capital

Obtenir un impact dans différentes classes d'actifs

- (13) Les chercheurs ont souligné que le potentiel d'impact des investissements sur les marchés publics (obligations ou actions) est limité par rapport aux investissements sur les marchés privés⁵. Par nature, les investissements sur les marchés publics ne peuvent pas obtenir les contributions les plus élevées des investisseurs, car ils ne peuvent pas s'adresser à des marchés nouveaux/insuffisants (puisqu'ils visent les grandes entreprises) ni proposer des capitaux flexibles (par rapport aux conditions du marché). Ils sont limités, au mieux, au signalement et à l'engagement des actionnaires.

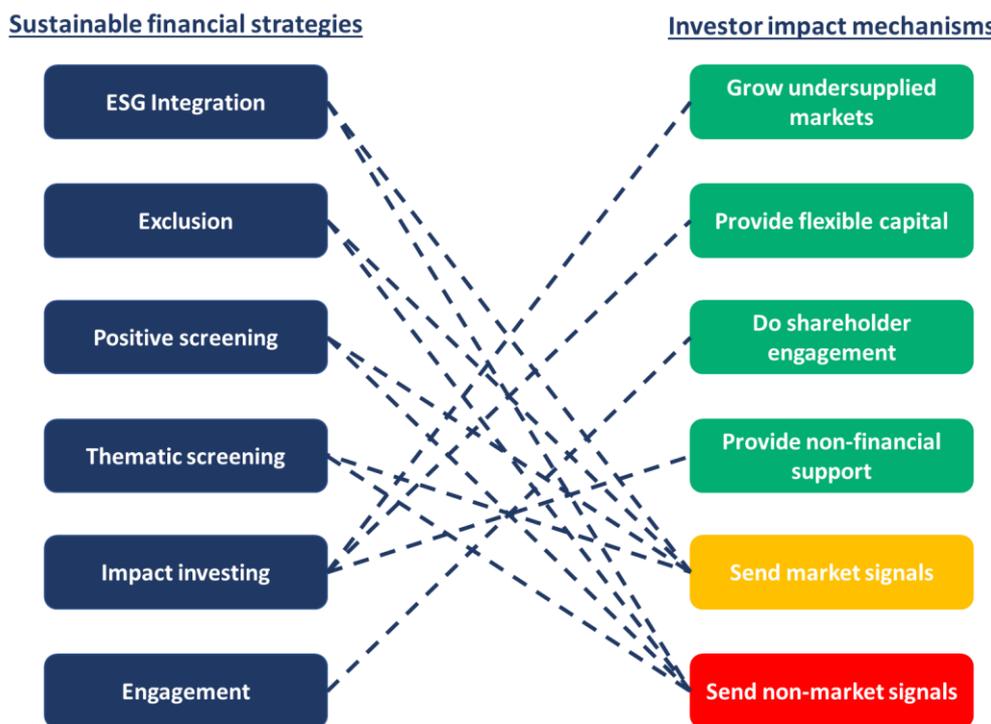
Obtenir un impact grâce à des stratégies durables

- (14) Dans la pratique, les produits financiers durables ne sont pas conçus pour se conformer à l'un ou l'autre des mécanismes ou combinaisons d'impact spécifiés. Ils appliquent plutôt diverses stratégies durables typiques.

⁵ Caldecott et al. (2022), *Sustainable Finance and Transmission Mechanisms to the Real Economy*, Oxford Sustainable Finance Group.

- (15) Par exemple, l'Alliance mondiale pour l'investissement durable, dans son rapport semestriel Global Sustainable Investment Review, examine sept stratégies communes durables et fournit des estimations du total des actifs gérés à l'aide de ces stratégies. Ces stratégies sont les suivantes :
1. SCREENING NÉGATIF/EXCLUSIF : l'exclusion d'un fonds ou d'un portefeuille de certains secteurs, entreprises ou pratiques sur la base de critères ESG spécifiques ;
 2. SCREENING POSITIF/BEST-IN-CLASS : investissement dans des secteurs, des entreprises ou des projets sélectionnés pour leur performance ESG positive par rapport aux pairs du secteur ;
 3. L'examen fondé sur les normes : examen des investissements par rapport à des normes minimales de pratiques commerciales fondées sur des normes internationales, telles que celles publiées par l'OCDE, l'OIT, l'ONU et l'UNICEF ;
 4. INTÉGRATION ESG : l'inclusion systématique et explicite par les gestionnaires d'investissement des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance dans l'analyse financière ;
 5. INVESTISSEMENT À THÈME DE LA DURABILITÉ : investissement dans des thèmes ou des actifs spécifiquement liés à la durabilité (par exemple, énergie propre, technologie verte ou agriculture durable) ;
 6. INVESTISSEMENT D'IMPACT/COMMUNAUTAIRE : investissements ciblés visant à résoudre des problèmes sociaux ou environnementaux, et comprenant l'investissement communautaire, où le capital est spécifiquement dirigé vers des individus ou des communautés traditionnellement mal desservis, ainsi que le financement accordé aux entreprises ayant un objectif social ou environnemental clair ;
 7. ENGAGEMENT DE L'ENTREPRISE ET ACTION DES ACTIONNAIRES : utilisation du pouvoir des actionnaires pour influencer le comportement de l'entreprise, y compris par l'engagement direct de l'entreprise (c'est-à-dire la communication avec la direction générale et/ou les conseils d'administration des entreprises), le dépôt ou le co-dépôt de propositions d'actionnaires, et le vote par procuration qui est guidé par des directives ESG complètes.
- (16) Par nature, ces stratégies peuvent agir plus ou moins intensément sur certains des mécanismes d'impact décrits précédemment. La figure 2 montre les mécanismes d'impact sur lesquels les différentes stratégies agissent de manière intensive. Elles peuvent également agir sur d'autres mécanismes de manière mineure.

Figure 1: principaux mécanismes d'impact activés par les stratégies financières durables



- (17) En observant la figure 2, on peut facilement constater que la plupart des stratégies financières durables classiques (à l'exclusion de l'engagement et de l'investissement d'impact) n'agissent que sur des mécanismes d'impact qui ne sont que faiblement soutenus par des preuves académiques, à savoir les signaux de marché et hors marché.
- (18) En conséquence, la capacité de ces stratégies durables à produire un impact a été jugée faible par les chercheurs. Par exemple, dans un document sur l'écoblanchiment dans la finance durable, l'Association suisse de gestion d'actifs (2021)⁶ a conclu que les produits utilisant l'intégration, l'exclusion ou le filtrage positif des facteurs ESG contribuaient dans une faible mesure, voire pas du tout, à l'objectif d'impact de certains investisseurs particuliers, contrairement aux produits d'intendance (engagement) ou d'investissement d'impact⁷.
- (19) Concernant l'investissement thématique, ils ont varié leurs conclusions en fonction de la classe d'actifs dans laquelle la stratégie est mise en œuvre. Ils considèrent que le potentiel d'impact de l'investissement thématique est mineur sur les marchés publics, mais plus important sur les marchés privés, où les investisseurs en capital ou en dette privée peuvent encourager les jeunes entreprises proposant des solutions durables à se développer en leur apportant des capitaux frais. En d'autres termes, sur les marchés privés, l'investissement thématique permet souvent de développer des marchés insuffisamment approvisionnés, en plus d'envoyer des signaux de marché et hors marché.

⁶ Association suisse de gestion d'actifs (2021), *How to Avoid the Greenwashing Trap*.

⁷ L'exclusion ou le filtrage positif ne peuvent produire des effets réels que si plusieurs conditions sont réunies. Premièrement, ils nécessitent des actions similaires et simultanées d'un grand nombre d'investisseurs pour affecter significativement les prix du marché. Ensuite, la variation des prix du marché doit déclencher les comportements attendus de la part des dirigeants des entreprises ciblées, ce qui n'est pas simple. Par conséquent, ces stratégies impliquent un risque d'impact élevé (c'est-à-dire le risque de ne pas produire d'impact).

Figure 2: matrice de correspondance entre les stratégies durables et les objectifs de durabilité des investisseurs

		Sustainability approaches					
		Exclusion	Best-In-Class	ESG Integration	Thematic Investments	Impact Investing	Stewardship
Investors' sustainability goals	Financial Performance	Light Blue	Medium Blue	Dark Blue	Light Blue	Light Blue	Light Blue
	Values Alignment	Dark Blue	Medium Blue	Light Blue	Medium Blue	Medium Blue	Light Blue
	Positive Change	Light Blue	Light Blue	Light Blue	Dark Blue *	Dark Blue	Dark Blue **

* Refers to Chapter 4.4
** Refers to Chapter 4.6



 Not applicable (Light Grey)

 Contributes to a certain extent to respective sustainability goal (Light Blue)

 Contributes to a medium extent to respective sustainability goal (Medium Blue)

 Contributes to a great extent to respective sustainability goal (Dark Blue)

Source : Swiss AMA (2021)

Comment l'impact interagit avec le rendement

- (20) La recherche n'a pas encore clarifié la relation entre l'impact des investisseurs et les rendements financiers. Néanmoins, quelques éléments peuvent être apportés pour éclairer cette relation.
- (21) Selon les enquêtes menées auprès des investisseurs d'impact, une minorité d'investisseurs d'impact concessionnels (c'est-à-dire qui acceptent des rendements inférieurs à ceux du marché pour avoir un impact positif) coexistent avec une majorité d'investisseurs non concessionnels⁸.
- (22) Selon la théorie financière, les rendements des actifs ne reflètent pas l'impact mais le risque. Par conséquent, il ne devrait pas y avoir de relation évidente entre l'impact et les rendements financiers, du moins si l'impact n'est pas lié au risque. Mais l'impact peut devenir lié au risque (de transition) lorsque le législateur commence à réfléchir à l'imposition de taxes sur les externalités négatives (comme les émissions de carbone).
- (23) Certaines stratégies d'impact sont coûteuses par nature, que ce soit sous la forme de coûts de mise en œuvre accrus (engagement) ou d'achats d'actifs surpayés (signalisation).
- (24) Mais les stratégies d'impact peuvent également conduire à des performances financières positives, comme on l'a observé pour les campagnes d'engagement ESG réussies⁹, lorsqu'elles modifient la perception du marché de l'entreprise engagée. Dans le même ordre d'idées, la signalisation des prix

⁸ GIIN (2020), *Enquête annuelle sur les investisseurs d'impact*.

⁹ Barko et al. (2021), "Shareholder Engagement on Environmental, Social, and Governance".

Performance", *Journal of Business Ethics* ; Bauer et al. (2022), "Private Shareholder Engagements on Material ESG Issues", *document de travail*.

peut s'avérer bénéfique pour les investisseurs motivés par l'impact si leurs achats sont suivis par ceux des investisseurs qui suivent la tendance.

- (25) Enfin, on peut ajouter que même s'il n'est pas nécessaire d'être concessionnaire pour avoir un impact positif sur les investisseurs, toutes choses égales par ailleurs, l'impact sur les investisseurs est mécaniquement renforcé lorsque la stratégie superpose l'apport de capitaux concessionnaires à d'autres mécanismes d'impact.

Les produits financiers axés sur l'impact ne font pas état... de l'impact

Informations sur l'impact manquantes

- (26) Jusqu'à présent, la recherche documentaire interne de 2DII montre que la plupart (sinon la totalité) des produits financiers axés sur l'impact n'évaluent pas l'impact de l'investisseur/investissement.¹⁰ Au mieux, ils évaluent et communiquent sur les résultats réels de leurs bénéficiaires d'investissement. Dans certains cas, ces résultats sont évalués et communiqués par rapport à des objectifs.
- (27) Les produits financiers axés sur l'impact négligent systématiquement deux dimensions cruciales de l'évaluation de l'impact. Premièrement, ils s'abstiennent d'isoler la partie du résultat total généré par leurs bénéficiaires d'investissement qui se produit "au-delà de ce qui se serait produit" sans les actions des bénéficiaires d'investissement. Que ce soit quantitativement ou qualitativement, cela nécessiterait l'élaboration d'un scénario contrefactuel qu'ils ne fournissent pas. Deuxièmement, ils ne passent pas à l'étape finale de l'évaluation de l'impact dans le contexte financier, qui consiste à évaluer l'impact sur les investisseurs en séparant la partie de l'impact des entités émettrices qui pourrait être attribuée aux actions des investisseurs par le biais du produit financier. Là encore, cela nécessiterait l'élaboration d'un scénario contrefactuel qui fait défaut.

Le risque d'impact-washing¹¹

- (28) Il y a plusieurs années, la Fondation Rockefeller a prévenu que si un certain niveau de rigueur dans la mesure de l'impact n'est pas établi dans l'ensemble du secteur, l'étiquette "investissement d'impact" risque de se diluer et d'être utilisée comme un simple outil de marketing.¹²
- (29) L'investissement d'impact sans évaluation sérieuse de l'impact est-il toujours un investissement d'impact ? Ou s'agit-il d'une autre version des produits financiers durables qui aident les investisseurs à aligner (superficiellement) leur épargne sur leurs valeurs déclarées ? Avec la Société financière internationale¹³, en l'absence d'informations crédibles sur l'impact obtenu, nous sommes tentés de qualifier ces investissements d'alignement sur les valeurs et de les considérer comme trompeurs par défaut. En effet, une étude (non encore publiée) menée par 2DII montre que lorsqu'on leur demande ce que devrait être un "fonds d'impact" pour ne pas tromper les investisseurs, 15 % des investisseurs particuliers européens répondent qu'il devrait seulement afficher l'intention d'avoir un impact, 25 % qu'il devrait afficher l'intention et mettre en œuvre des actions pertinentes, 42 % qu'il devrait afficher

¹⁰ 2DII (2021), Finance durable et intégrité du marché : ne promettez que ce que vous pouvez fournir.

¹¹ En ce qui concerne la prévention de l'impact washing dans les allégations marketing, 2DII dirige actuellement, avec l'ADEME, et dans le cadre du projet Finance ClimAct, un groupe de travail français qui produit un guide sur les allégations d'impact environnemental dans le secteur financier. 2DII dirige également un groupe de travail européen dans le cadre du projet Level EEI pour améliorer le cadre réglementaire relatif à l'écoblanchiment (y compris l'impact washing).

¹² Reisman, J. et Olazabal, V. (2016), *Situating the Next Generation of Impact Measurement and Evaluation for Impact Investing*, The Rockefeller Foundation.

¹³ IFC (2019), *Creating Impact - The Promise of Impact Investing*.

l'intention et des actions adéquates et des résultats positifs. La réponse la plus courante intègre la fourniture d'informations sur l'impact de l'investisseur.

- (30) Malgré l'importance accordée à la mesure dans le cadre de l'investissement d'impact, les chercheurs ont souligné un "paradoxe de l'impact" dans le domaine, qui se caractérise par le manque d'attention et d'accord sur les approches d'évaluation acceptées¹⁴.
- (31) Cela a conduit à une situation ironique au sein du secteur de l'investissement à impact : le principe de "faire le bien" a conduit les investisseurs à réclamer de plus en plus d'impact social, alors que la mesure de l'impact n'est pas une priorité pour de nombreux fabricants de produits à impact.
- (32) Même si l'impact passé n'est pas garant de l'impact futur, l'absence de mesure de l'impact des produits financiers axés sur l'impact empêche le client motivé par l'impact d'avoir accès à un élément d'information supplémentaire (en plus de la description de la stratégie d'impact et des actions déployées par le produit) qui pourrait accroître la confiance dans la capacité du produit à produire l'impact visé.

¹⁴ Caseau et Grolleau (2020), Impact Investing: Killing Two Birds with One Stone?, *Financial Analysts Journal* ; Kah et Akenroye (2020), "Evaluation of social impact measurement tools and techniques : a systematic review of the literature", *Social Enterprise Journal*.

RESPONSABLE DU FINANCEMENT : Ce projet a été financé par le programme LIFE de l'Union européenne, dans le cadre de la convention de subvention LIFE18IPC/FR/000010 A.F.F.A.P.

CLAUSE DE NON-RESPONSABILITÉ : Ce travail reflète uniquement les opinions de 2DII. Les autres membres du Consortium Finance ClimAct et la Commission européenne ne sont pas responsables de l'usage qui pourrait être fait des informations qu'il contient.

Le projet Finance ClimAct contribue à la mise en œuvre de la Stratégie nationale bas carbone de la France et du Plan d'action pour la finance durable de l'Union européenne. Il vise à développer des outils, des méthodes et de nouvelles connaissances qui permettront (1) aux épargnants d'intégrer des objectifs environnementaux dans leurs choix d'investissement, et (2) aux institutions financières et à leurs superviseurs d'intégrer les questions climatiques dans leurs processus décisionnels et d'aligner les flux financiers sur les objectifs énergétiques et climatiques.

Finance ClimAct est un programme unique en son genre, doté d'un budget total de 18 millions d'euros et financé à hauteur de 10 millions d'euros par la Commission européenne.

Durée : 2019-2024

