

AVANT-PROPOS

Olivier Garnier

*Directeur général de la Banque de France, chef économiste
Statistiques, Économie, International*

La finance à impact est la composante la plus récente et la plus petite – en encours – au sein de la finance durable. Elle est, de ce fait, la moins bien connue. Le livre de Thierry Sibieude et Clémentine Blazy est donc tout à fait bienvenu pour expliquer ce qu’est la finance à impact.

Mais il va bien au-delà de ce seul rôle de pédagogie et d’éclairage pour le grand public. Il partage aussi les convictions des auteurs sur ce que doit être ou ne doit pas être la finance à impact. En particulier, il met fortement en exergue les notions d’additionnalité et de mesurabilité des objectifs comme critères distinctifs de la finance à impact. Or ces critères sont d’une nature différente de la seule prise en compte de l’empreinte sociale ou environnementale – positive ou négative – d’un investissement, telle que pratiquée usuellement dans la finance durable.

En ce sens, la finance privée à impact a sans doute des enseignements à emprunter – positifs comme négatifs – à la finance publique, dont la finalité première est par nature non financière et relève de l’intérêt général. La culture et la pratique de l’évaluation des politiques

publiques, qui vise à établir si celles-ci atteignent les objectifs assignés, ont certes fait des progrès, mais elles restent encore insuffisamment développées, particulièrement en France. Le principal obstacle reste celui de la temporalité : le temps de la décision politique et du cycle électoral est en général plus court que celui de l'évaluation, surtout pour des programmes dont l'impact n'est mesurable qu'à long terme. De ce point de vue, la finance privée à impact peut et doit absolument échapper à cette dictature du court terme en se fixant des horizons longs.

S'agissant des méthodes d'évaluation des politiques publiques, des progrès importants ont été accomplis au cours des deux dernières décennies sous l'impulsion des chercheurs (comme par exemple la prix Nobel d'économie Esther Duflo), qui ont mis au point de nouvelles techniques pour mesurer l'impact des politiques publiques sur la base de « contrefactuels » (quel aurait été l'impact si une politique différente avait été mise en place ?). Ce type de méthodes pourrait aussi être transposé dans le cadre de la finance privée à impact.

La vocation de la finance privée à impact n'est bien sûr pas de se substituer aux politiques publiques, même lorsque celles-ci sont soumises à de fortes contraintes budgétaires. Mais elle peut en constituer un utile complément. En particulier, elle n'est pas sujette au principe d'égalité de traitement des citoyens, qui est tout à fait justifié dans le cas des politiques publiques mais qui peut dans certains cas brider la capacité à expérimenter de façon décentralisée ou granulaire. La finance privée à impact a donc un rôle complémentaire à jouer en matière d'innovation sociale et environnementale, notamment au niveau local ou pour répondre à des besoins ou objectifs très ciblés.

Gageons que l'ouvrage de Thierry Sibieude et Clémentine Blazy contribuera non seulement à mieux faire connaître la finance à impact mais aussi à en promouvoir le bon usage au service du bien commun.

PRÉFACE

Frédéric Tiberghien

*Président de l'association FAIR, Conseiller d'État,
Membre du Conseil Supérieur de l'Économie Sociale et Solidaire,
Ancien délégué interministériel à l'Économie Sociale et Solidaire*

Les débats et les approches de la finance à impact – concernant notamment son périmètre, sa définition et sa mission, ses méthodologies et ses acteurs, ses freins et son potentiel – sont nombreux : ce nouveau compartiment de la finance demeurant pour beaucoup une « terra incognita », il fallait du courage ou de l'inconscience – ou les deux à la fois – pour en donner une présentation exhaustive dans un ouvrage qui fera référence.

Ses lecteurs ont de la chance car les deux auteurs savent parfaitement de quoi ils parlent : Thierry Sibieude a été Professeur à l'ESSEC et titulaire de la Chaire Innovation et Entrepreneuriat Social depuis 2003 et s'est fortement impliqué dans les travaux de place conduits par Finance for Tomorrow entre 2021 et 2023 sur la finance à impact ; Clémentine Blazy a dirigé durant plusieurs années l'équipe chargée de l'investissement et du financement des entreprises sociales chez France Active, financeur solidaire bien implanté en région, et a conduit des travaux de recherche sur l'investissement à impact aux États-Unis et en Europe.

La finance à impact soulevant des questions académiques et pratiques, cet ouvrage coécrit par des auteurs engagés éclairera tous ceux qui veulent mieux en comprendre les origines et les ressorts (chercheurs, étudiants, journalistes, analystes financiers...) ou essaient de la pratiquer (gestionnaires de fonds, investisseurs, porteurs de projets...) dans différents secteurs, en mettant au point ou en utilisant des méthodologies et des outils élaborés à partir d'une expérience de terrain ou de gestion de fonds à impact.

La lecture de cet ouvrage a suscité les réflexions suivantes de la part du président de FAIR, dont Thierry Sibieude préside le conseil scientifique.

L'ouvrage rappelle, en premier lieu et à juste titre, le rôle de la puissance publique comme promoteur de la finance à impact. Il est vrai que l'exigence d'un reporting ISR ou ESG des sociétés cotées depuis 1977 a incité à affiner la mesure de l'impact, notamment social, et ceci a contribué à donner une longueur d'avance à la place de Paris. Des lois nombreuses y ont ultérieurement contribué en matière de participation ou d'intéressement, d'épargne salariale, plus récemment d'épargne réglementée ou d'assurance-vie... On peut à cet égard s'interroger sur les motivations de l'État, qui sont toujours multiples et complexes : faire écho à la défiance/détestation de l'opinion publique vis-à-vis de la finance spéculative en encourageant une finance au service de l'économie réelle et des territoires ; promouvoir à long terme la place de Paris par rapport aux places européennes concurrentes dans des domaines clés pour le futur (finance solidaire ; finance responsable ; finance verte ; finance durable ; finance à impact...) ; reporter sur le secteur privé le financement de problématiques sociales ou environnementales qu'un Gulliver, modérément efficace en termes de politiques publiques et empêtré dans un déficit et un endettement chroniques, ne peut plus financer directement... Sans nier cet apport public, je continuerai à attribuer à la société civile et à ses acteurs le premier rôle dans l'émergence de la finance à impact, qui n'a pas été seulement le fait des philanthropes comme aux États-Unis. C'est elle en effet qui détecte les failles, les limites et les échecs de notre modèle économique, social et environnemental ou de notre État providence et essaie de leur apporter des solutions, issues d'une innovation sociale promue par des acteurs de terrain ayant organisé des circuits de financement spécifiques pour pallier la carence du système bancaire traditionnel.

L'ouvrage pointe, en deuxième lieu, avec raison le décalage temporel au sein de l'Union européenne entre l'aspect environnemental et

social de la finance durable. Si l'élaboration de la taxonomie environnementale n'a pas été un long fleuve tranquille, le report *sine die* de l'élaboration de la taxonomie sociale constitue une faute politique majeure. Car dissocier les dimensions environnementale et sociale revient, comme toujours, même si l'on s'en défend, à favoriser les plus riches au détriment des plus pauvres. Les épisodes de la taxe carbone et des Gilets jaunes ou, plus récemment, les avatars des zones à faibles émissions (ZFE) montrent que la sauvegarde de l'environnement ne passe pas dans l'opinion publique et les classes populaires si elle aboutit à renforcer les exclusions sociales. La « Transition juste » constituant la réponse appropriée, les élus, nationaux et locaux, ainsi que les militants de la cause environnementale liront cet ouvrage pour acquérir de nouveaux réflexes et ne plus répéter les mêmes erreurs sur l'indispensable articulation entre l'environnemental et le social.

Il avance, en troisième lieu, que la finance à impact permet de concilier intérêts individuels et intérêt général, en dépassant ce à quoi se résume la finance traditionnelle : la course au profit financier et aux gains matériels. Même si la finance responsable permet de prendre en compte les externalités négatives et positives à travers la notion de double matérialité et de financer les biens communs, matériels ou immatériels, le fait de rechercher conjointement dans la finance à impact une performance environnementale, sociale et économique et financière conduit-il à ce que la finance soit mise au service de l'intérêt général ? Le doute est permis car la poursuite d'un intérêt économique et financier autant que la recherche d'un impact social et environnemental maintient la finance à impact dans la sphère financière où prédominent les intérêts individuels et ne guérit pas cette dernière de son irrationalité. L'affirmation est plus crédible pour la finance à impact social qui place cette recherche d'impact au-dessus de l'atteinte d'une rentabilité économique ou financière et vise donc une rentabilité financière compatible avec la nature des projets financiers, plus faible que les rendements de marché. Et le fait de financer l'économie sociale et solidaire (ESS) ainsi que les entreprises sociales ou à mission ne garantit pas non plus de relever de l'intérêt général. Dans l'ESS, qui regroupe des entités non lucratives ou à lucrativité limitée, on se réfère pour cette raison plutôt à la notion d'intérêt collectif car une coopérative de consommateurs ou d'agriculteurs ou une association médico-sociale poursuivent l'intérêt collectif de leurs membres, de leurs usagers ou de leurs salariés, sans que cela ne corresponde nécessairement à un intérêt général. Même s'il y a fort à parier que nos concitoyens préféreront, d'un point de vue collectif, la finance à impact à la finance de marché, la première n'assurera probablement

pas à elle seule la remise de la finance sous le contrôle de l'intérêt général.

Il présente, en quatrième lieu, la finance à impact comme une composante de la finance durable, socle commun de toutes les formes de finance depuis l'adoption par l'ONU en 2015 des 17 objectifs de développement durable (ODD) à l'horizon 2030. S'il est indéniable que ces ODD, par leur nature, conduisent les acteurs économiques et financiers à rechercher un impact à travers leur contribution à l'atteinte de ces objectifs, cette recherche ne garantit pas que la rentabilité financière lui cèdera la prééminence, en tout cas auprès des adeptes de la « *finance with impact* » et non pas de la « *finance for impact* » qui préexistait à la finance durable. L'articulation future entre finance durable et finance à impact ne me semble donc pas écrite d'avance et il se peut qu'elles coexistent pendant encore longtemps. Car en sous-jacent, est en question un remplacement qui ne va pas de soi du triptyque traditionnel de la finance (rendement/risque/liquidité) par un nouveau triptyque (rendement/risque/impact).

L'ouvrage fera pour cette raison, en cinquième lieu, les délices de ceux qui veulent se pénétrer des composantes de la définition de la finance à impact et en maîtriser l'application (l'intentionnalité qui implique une théorie du changement ; l'additionnalité du financeur ou de l'investisseur qui renvoie à ce qui serait passé sans son intervention ; la mesure d'impact qui permet de rendre compte de la concrétisation des intentions).

Bonne lecture et bienvenue au club des financeurs ou investisseurs à impact...

INTRODUCTION

POURQUOI ET POUR QUI SOUHAITONS-NOUS ÉCRIRE CE LIVRE ?

Livre grand public, à la fois didactique et de conviction, cet ouvrage vise à faire connaître et promouvoir la finance à impact.

La finance a trop souvent été à l'encontre d'une économie juste et durable, et la question est aujourd'hui de savoir si elle peut en être un allié, et comment ?

Elle le doit, car le défi est crucial et colossal : les investissements nécessaires pour atteindre les Objectifs de développement durable (ODD) s'élèvent à 5 000 à 7 000 milliards de dollars par an, dont seulement 3 000 milliards sont financés par les États¹. La finance peut contribuer à changer le monde si ses acteurs se décident à endosser leur responsabilité pour jouer ce rôle de réorientation des intérêts financiers immédiats vers le soutien de la performance économique durable et juste des entreprises.

À l'instar de nombreux auteurs et acteurs, nous considérons que la finance à impact, en particulier, est un vecteur déterminant de la transformation de l'économie réelle nécessaire pour relever le défi du développement durable. Au-delà de sa contribution directe au financement des ODD, la finance à impact enjoint sa propre industrie, la

1. Filling the Finance Gap – *Sustainable Goals Rapport* UNA UK, June 2019.

finance, de bouleverser ses fondamentaux pour y prendre pleinement part.

Mais sa définition et ses contours donnent encore lieu à de nombreux débats, au risque d'en compliquer sa lisibilité et altérer sa crédibilité. Il y a donc urgence et grand intérêt à stabiliser les choses puisque **l'enjeu est de trouver les leviers qui permettront de développer la finance à impact, et de réorienter ainsi une partie de plus en plus importante de la finance vers des entreprises capables de répondre aux objectifs internationaux du développement durable et de l'Accord de Paris.**

En nous appuyant sur notre expérience à la fois pratique et académique, témoins et acteurs engagés de l'évolution du secteur et de ses enjeux, nous aborderons dans ce livre les questions clés du débat autour du déploiement de la finance à impact : son cadre global, son périmètre, sa mission, les obstacles auxquels elle est confrontée et, au-delà, les moyens de mobiliser celle-ci pleinement pour orienter et transformer plus fondamentalement son industrie, et tout particulièrement les pratiques de la communauté financière, au service du bien commun et de l'intérêt général.

Le propos combinera une double approche descriptive et prospective :

1. Une présentation des concepts, des principales définitions et une typologie des principaux acteurs sur cette question encore très mouvante et non stabilisée de la finance à impact. Ce sera l'occasion d'ouvrir une discussion sur les enjeux et sur la dynamique à l'œuvre avec une formulation des principaux moyens et des conditions à réunir (leviers à actionner, obstacles à surmonter) pour l'amplifier et la pérenniser. Il s'agira aussi de mettre en évidence les limites actuelles à son développement et de les analyser pour voir comment les surmonter.

2. Au travers d'illustrations concrètes, il s'agira de montrer comment, à quelles conditions et avec quelle portée, les membres de la communauté financière peuvent déployer une finance à impact permettant de répondre aux défis sociaux et environnementaux auxquels nous sommes collectivement confrontés en France comme en Europe. S'il est clair que la finance à impact s'intéresse aux deux piliers du développement durable, l'environnement et le social, il convient de noter que la dimension sociale reste encore aujourd'hui le parent pauvre des stratégies d'investissement à impact. En effet, la réglementation et le processus de convergence vers des cadres de

référence communs pour la définition du périmètre et d'outils de mesure d'impact harmonisés, voire standardisés, est plus avancé sur l'environnement, grâce notamment aux Accords de Paris sur le climat en 2015, qui ont joué un rôle d'accélérateur.

L'idée est de ne pas se limiter à un propos théorique ou trop général qui pourrait relever de l'incantation ou de la communication, mais de poser les grandes questions auxquelles nous devons répondre collectivement (et nous l'espérons le plus rapidement possible), pour favoriser le développement de cette finance à impact et ainsi le progrès vers une société plus fraternelle. Il s'agira aussi, pour nous, de montrer comment agir concrètement pour ce développement plus rapide de la finance à impact.

Cet ouvrage, qui vient compléter nos trois Moocs « Impact Investing » disponibles sur la plateforme Coursera², est divisé en quatre parties distinctes qui peuvent se lire indépendamment les unes des autres, même si nous en préconisons une lecture complète et dans l'ordre d'apparition suggéré. Nous ne proposons pas une série de réponses formatées, mais une réflexion et une série de questionnements pour lesquels nous avançons des premiers éléments de réponses à la fois théoriques et concrets.

La lecture que nous vous proposons

Nous posons d'abord le cadre général qui nous paraît essentiel pour ensuite comprendre l'émergence de la finance à impact dans le prolongement de la finance responsable, de la finance durable et de la finance solidaire. Nous revenons sur le développement durable et les 17 ODD et sur la définition du bien commun et des biens communs. Il s'agit de répondre à la question « dans quelle société désirons-nous vivre ? », afin que la finance soit au service de cette ambition collective et qu'elle ne se résume pas uniquement à la course au profit financier et aux gains matériels.

Nous analysons ensuite les limites de la finance actuelle et les premières réponses apportées à ces limites par la finance responsable, la finance durable et la finance solidaire. Nous nous efforçons ainsi de mettre en évidence que la finance à impact est un concept, certes de plus en plus galvaudé aujourd'hui et on ne peut que le déplorer, mais qui est le fruit d'une histoire qui n'est pas que des mots et un discours à la mode pour communicants. Cette finance doit permettre de combiner et de concilier intérêts individuels et intérêt général.

2. <https://www.coursera.org/specializations/impact-investing>

Dans une deuxième partie, nous nous intéressons au jeu d'acteurs qui structure l'écosystème de la finance à impact en présentant trois parties prenantes qui y tiennent une place cruciale : la puissance publique qui est le premier investisseur social et le promoteur de la finance à impact, les philanthropes précurseurs et pionniers en la matière, et les citoyens aussi bien en leur qualité d'épargnants qu'en celle d'investisseurs qui sont *in fine* les premiers concernés en tant qu'acteurs mais aussi de bénéficiaires finaux.

La troisième partie est consacrée au cœur opérationnel du réacteur de la finance à impact, avec d'abord un questionnement autour des objets à financer que sont l'innovation sociale, les entreprises sociales ou à impact, les acteurs de l'économie sociale et solidaire (ESS) et les entreprises à mission. Nous nous penchons ensuite sur les raisons de financer ces « cibles » et sur comment le faire, pour répondre à l'objectif d'une recherche conjointe d'une performance environnementale, sociale et économique. Puis, nous proposons quelques éléments de réponse à la question : Qui sont ces fonds qui s'engagent et comment très concrètement opèrent-ils leurs choix d'investir/financer (ou de ne pas investir/financer) ?

Enfin, dans la quatrième partie, nous montrons pourquoi et en quoi l'évaluation de l'impact social est la clé de voûte de cette finance à impact. Comme l'affirme le proverbe d'origine latine, « l'argent est un mauvais maître mais un bon serviteur³ ». Dans cet esprit, nous proposons des premiers éléments de réponse à des questions comme : Comment passer de l'externalité (positive ou négative) à la fixation d'objectifs mesurables ? Quelles difficultés restent aujourd'hui à résoudre pour évaluer l'impact social d'un investissement ? Comment intégrer l'impact social dans les modèles d'évaluation du rendement ?

En effet, la finance (comme l'économie de marché) n'est pas une finalité mais un outil, certes très imparfait, mais qui peut être efficace. Ainsi, cet outil peut et doit permettre, à condition de bien l'utiliser, de prendre en compte les divergences potentielles entre l'intérêt privé des individus, des groupes sociaux, et l'intérêt général. La condition *sine qua non* de cette utilisation à bon escient est l'évaluation, pour assurer une transparence la plus complète possible sur la concordance entre les déclarations et les actes.

Dans ce domaine encore en plein bouillonnement et particulièrement instable, vous ne partagerez peut-être pas toutes nos conclusions

3. Répertoire en français au XVIII^e siècle, ce proverbe semble venir du latin. Son origine se trouverait dans l'expression du poète Horace (I^{er} siècle av. J.-C.) : « L'argent est serviteur ou maître. »

et propositions (et peut-être même aucune). Nous prenons aussi le risque que certains éléments de notre propos (les moins nombreux possibles) soient, au moment où vous lisez ce texte, obsolètes.

Mais notre objectif est de favoriser la réflexion, de vous donner des clés de compréhension, avec pour ambition ultime de trouver les réponses qui permettront de progresser vers la mise en œuvre de tous les moyens permettant d'atteindre un développement durable pour une société juste, belle et fraternelle. C'est pourquoi nous vous proposons de nombreuses questions puisque, comme nous l'avons appris de nos maîtres et comme nous l'enseignons aujourd'hui, chacun sait que pour aboutir aux bonnes réponses, il faut avoir au préalable posé les bonnes questions !

Nous vous souhaitons une excellente lecture.