

De la Finance responsable à la Finance à impact : comment rendre tangible la contribution de la Finance à la transformation durable ?

Plan retenu

I Introduction et résumé / ambition

II Littératures, état de l'art.

III Approche méthodologique autour de la finance à impact

IV Résultats : « échelle de contribution à la transformation durable d'un produit financier »

Résumé, historique, démarche opératoire, finalité, points clés, description

V Discussions

I Introduction et résumé :

La notion de développement durable est partagée depuis plus de 45 ans par tous les acteurs mais malheureusement les choix politiques et économiques ont maintenu les dilemmes, et les résultats ne semblent pas à la hauteur des enjeux et du calendrier. Ces dernières années, la prise de conscience de la société civile exerce une pression de plus en plus importante sur les acteurs politiques économiques et financiers pour plus de résultats avec preuve à l'appui de l'efficacité de leurs engagements et de leurs **actions**. La Finance qui regroupe les dons, subventions, prêts bancaires et investissements, est un outil incontournable pour soutenir les acteurs qui veulent contribuer opérationnellement à la transformation durable. La Finance durable / Finance responsable a-t-elle intégré les attentes de la société civile dans sa philosophie de gestion et dans son mode opératoire ? Comment peut-elle faire évoluer ses pratiques pour plus d'efficacité ? Quelles sont les limites et les obstacles ?

Après avoir brossé un rapide état des lieux (tensions croissantes, faibles réalisations, décalage entre discours et actions ...), nous proposerons 6 critères clés identifiés sur la base d'un travail collectif (ref A et ref B) qui pourraient aider les investisseurs à atteindre un niveau de responsabilité plus élevé qui pourra être qualifié d'« investissement à impact ». Pour chaque étape de l'investissement mais aussi dans la vision globale, il revient aux acteurs financiers de bien analyser les pratiques et les impasses associées aux choix stratégiques, au management, à la gouvernance et à la dimension évaluative. Les notions de risques de non atteinte des enjeux sociaux et environnementaux ne peuvent être analysés et gérés de la même façon que les risques financiers.

Ensuite nous présenterons le concept de l'échelle de contribution à la transformation durable, un outil pour piloter, mesurer et communiquer sa démarche. Ce concept a été imaginé par analogie avec l'échelle de risque qui présente les différents niveaux du couple rendement risque des investissements, pour présenter les différentes intensités d'une finance responsable dont la finance à impact serait le niveau le plus élevé. Ce type d'approche n'est pas en rupture par rapport aux pratiques des entrepreneurs. Au contraire, il devrait surtout permettre de concilier des logiques encore trop cloisonnées : logique économique / logique sociale / logique environnementale. La démarche menée par la mission lancée et financée par le gouvernement est décrite ainsi que son approfondissement auprès d'une communauté élargie de praticiens. Cependant c'est bien l'expérimentation

opérationnelle à des niveaux d'échelle différents (territoire, secteur...) qui permettra d'en connaître la pertinence, la faisabilité et de déclencher idéalement une généralisation vertueuse et apprenante.

Enfin, il s'agira d'identifier les conséquences, les contraintes et les obstacles propres au secteur financier qui limiteraient son évolution.

Le cadre du RIODD nous a semblé adapté pour partager et mobiliser les énergies et les compétences.

II Littératures, état de l'art.

Les objectifs de développement durable (ODD) en 2015 (ref 1-2-3) sont présentés par tous les pays membres de l'ONU comme la référence mondiale et holistique de la transformation durable et inclusive. Ils doivent permettre à tous les acteurs de s'aligner sur une même trajectoire avec un calendrier précis dans la production des résultats. Une centaine d'indicateurs de moyens et autant de résultats ont fait l'objet d'une première quantification macro et ce sont les différentes matrices de liens entre les objectifs (cassant les habituelles approches en silos) qui lui donnent sa dimension systémique (ref 4). Mais leur mise en œuvre par les acteurs économiques dont les financiers est malheureusement décevante (ref 5-6) même si parallèlement, les notions de limites environnementales planétaires (ref 7-8-9) sont de mieux en mieux intégrées (notion de durabilité forte). Mais elles restent (ref 10) encore complexes à comprendre, à quantifier et à décliner aux différentes échelles spatiales et temporelles. Certaines banques de développement les ont intégrées dans leurs référentiels (ref 11-12). Des démarches structurées sur l'évaluation de la création de valeur partagée ou collective et sur l'identification des externalités se multiplient. Sur les dimensions sociales et sociétales, grâce à l'économie sociale et solidaire, des grilles d'analyses intégrées comme les outils lbest (outil développé par l'EM de Grenoble sur le bien-être. Réf 13) ou Valor'ESS (outil développé par IMprove pour l'UDES, ref 14) ont émergé en France. Les lignes directrices de l'ACV (analyse cycle de vie) sociale au niveau mondial (ref 15) ont été actualisées mais restent à parfaire. Enfin pour matérialiser l'intérêt général, nous rappellerons l'importante réactivation des réflexions sur les communs, sur le cadre méthodologique, la hiérarchisation, l'intégration de concepts récents, leur conditions de mise en œuvre et sur la gouvernance associée (communs enchâssés et gouvernance polycentrique d'Elinor Ostrom ref -16-17-18-19).

Si les acteurs financiers essayent d'intégrer à leurs façons ces différentes notions sous le qualificatif de Finance responsable ou de Finance durable, c'est clairement la notion d'impact qui fait aujourd'hui la une de leurs communications avec des interprétations et des utilisations parfois pour le moins fantaisistes. Elles sont souvent liées à des problèmes de traduction linguistique et des approches différentes (définition Larousse ref 20) selon que l'on s'attache au sens premier : choc, trace donc instantané ou au sens figuré : influence ou au sens économique qui intègre la notion d'intention, de causalité et de transaction économique donc de temporalité longue.

Les apports de la finance responsable / durable restent globalement très modestes à ce jour et ne semblent pas avoir répondu aux questions essentielles comme par exemple celle de la dimension inclusive, les différentes formes de croissance (ref 21-22-23...) etc...

Au regard du rôle occupé aujourd'hui par la Finance dans les échanges économiques mondiaux et de son pouvoir d'influence sur les acteurs économiques publics et privés, l'intérêt de ces débats est de sensibiliser les investisseurs à se poser d'abord la question du pourquoi : quel monde avons-nous créé et soutenu, dans quel monde voulons-nous vivre et que nous allons financer ? avant la question du

comment : pouvons-nous corriger les conséquences de nos actions passées ? comment mieux contribuer à ce grand mouvement de la transformation durable souhaité par la société civile ?

Une Finance responsable et qui se veut à impact, c'est-à-dire une finance qui influence, se doit de participer à ces réflexions et d'apporter un début de réponse opérationnelle.

III Approche méthodologique autour de la Finance à impact : définition des 6 critères pour agir

Du premier constat que certains facteurs sociaux ou environnementaux pouvaient avoir une influence négative sur les revenus et la marge opérationnelle des activités conventionnelles, les investisseurs ont décidé de les appréhender comme des risques potentiels, appelés risques extra financiers. Puis est survenu le second constat que les externalités négatives générées par ces mêmes activités pouvaient être elles-mêmes à l'origine des risques extra financiers. Pour mieux modéliser l'espérance de rendement de leurs placements, et maîtriser les risques de défaut ou de réputation, les investisseurs ont cherché à les identifier et à les mesurer. Le concept de la Finance durable / responsable intègre les critères extra financiers dans l'analyse des entreprises aux côtés des critères purement financiers, tente de mesurer les conséquences directes des activités essentiellement sur l'environnement (les indirectes ou invisibles étant ignorées volontairement ou involontairement) et non quantifiées dans l'approche économique classique. Mais cette approche de la Finance durable / responsable répond quasiment toujours à la logique écocentrée (et égo-centrée !), c'est-à-dire qu'elle reste centrée sur la rentabilité économique de l'entreprise et sur l'objectif de générer le retour sur capital ou sur investissement le plus élevé quel que soit les conséquences futures sur les systèmes sociaux et écologiques. Et elle le fait de façon très partielle, n'intégrant pas les enjeux de préservation et d'entretien du patrimoine collectif dont elle bénéficie. Cela est validé par les nombreuses études qui essayent de prouver la corrélation positive entre le caractère socialement responsable d'un investissement et une performance supérieure à celle d'un investissement classique alors que la valorisation et la performance financière d'un fonds est souvent dépendante de multiples facteurs exogènes dont celui du cycle économique et du niveau des taux d'intérêt.

Les travaux de la mission assurés par un groupe de 75 experts et commandés et financés par l'ancien haut-commissariat à l'Economie sociale, solidaire et à l'innovation sociale devenu depuis le secrétariat général à l'économie sociale, solidaire et responsable, avaient pour objectif d'aider à la mise en place des piliers fondateurs de l'investissement à impact pour lui assurer un développement autonome et robuste dans un cadre de co-construction. Ces travaux ont fait l'objet de 2 rapports : « Développer une culture commune de l'investissement à impact » (ref A) et « Investir pour transformer durablement » (ref B) qui ont été publiés officiellement par le ministère de l'économie, des finances et de la relance sur son site le 25 mars 2021.

Les différentes recommandations de la mission ont mis en exergue le besoin d'un socle commun partageable. Il s'appuierait sur quelques principes comme l'intention, l'additionnalité et la mesure. Ces 3 principes sont reconnus par l'ensemble des acteurs du monde financier (exemple FIR, GIIN, FAIR, Finance for Tomorrow etc...). Mais les interprétations sont multiples et différentes selon les origines géographiques, culturelles, sectorielles et les contraintes opérationnelles des parties prenantes.

Par exemple, le principe de l'additionnalité est défini par le droit communautaire européen via le FSE (ref 24) et signifie compléter l'action publique. Alors que la vision anglosaxonne milite pour une substitution de l'action publique par l'action privée.

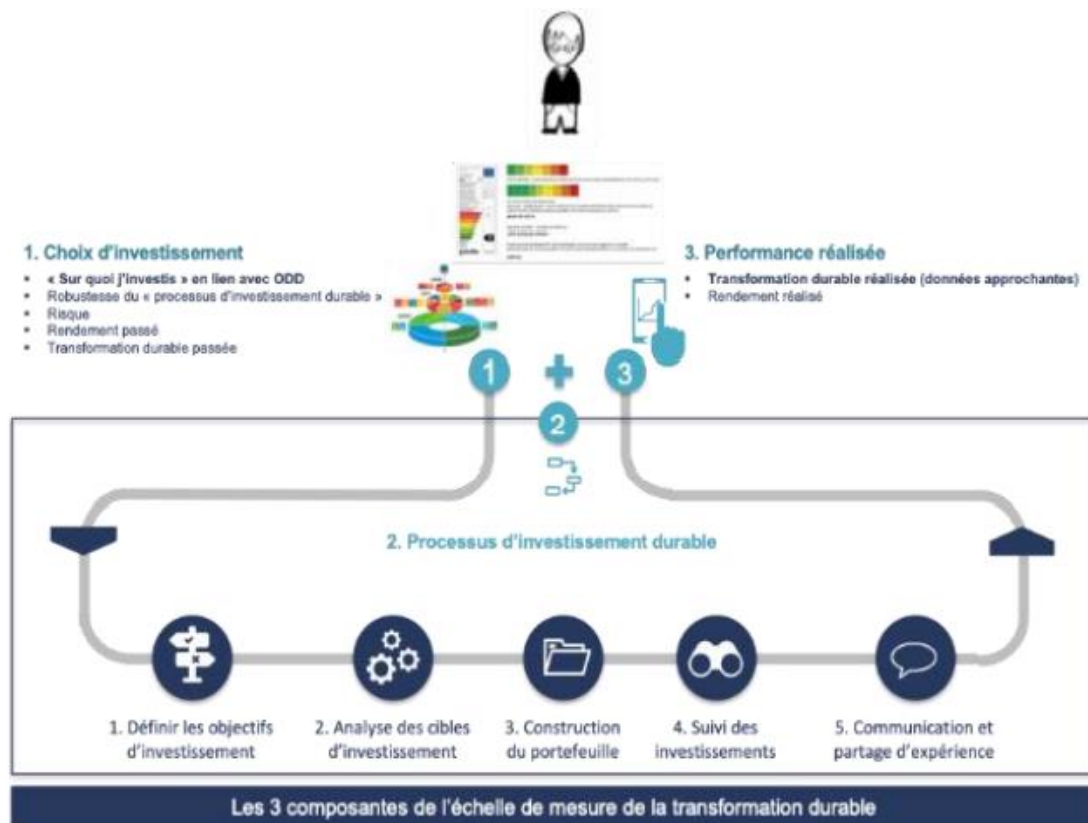
Pour un porteur de projet ou un investisseur, c'est uniquement analyser et démontrer que le changement structurel opéré sur les bénéficiaires est bien lié à son action. Que ce serait-il passé pour les bénéficiaires en l'absence de ce programme ? Pour d'autres, il s'agit d'une évaluation c'est à dire analyser un cheminement qui permet de suivre le changement, le comprendre, le prouver, le valoriser (ref 25) avec une temporalité différente. Les séquence d'approches doivent être comprises et respectées. On ne peut parler d'impact que si toutes les étapes précédentes ont été déclinées car l'impact est un aboutissement. Elles sont appelées « Impact Pathway » et sont désormais bien connus de tous (comment on va de l'intention à l'impact). Elles sont partagées théoriquement à l'échelle mondiale même si certains acteurs réputés clés, voire leaders, ne les mettent que partiellement en œuvre.

La route vers l'impact (impact pathway)



Source schéma ref A page 33 adapté du « social & human Capital Protocol » du WBCSD (ref 26)

Si on rapporte cette séquence d'approche (impact pathway) et sur la base du canevas initial de la Banque Mondiale (IFC ref 27) à la démarche de l'investissement dans le cadre de la gestion d'un fonds commun de placement, voici l'illustration à laquelle la mission a abouti :



Source schéma ref A page 53 et ref B page 56

Ainsi on peut définir la Finance à impact comme une des différentes stratégies de la Finance responsable décrites précédemment. Mais elle a pour mission de se recentrer sur la préservation des systèmes sociaux écologiques et donc sur la situation des bénéficiaires externes à l'entreprise. Le sens donné à l'investissement est de s'attaquer à des enjeux peu ou mal satisfaits par les acteurs de l'économie classique (finalité) avec la volonté de contribuer positivement et substantiellement à la transformation durable (intention). Elle intervient directement ou indirectement aux cotés des acteurs publics qui sont les gardiens de l'intérêt général et de l'utilité publique selon le principe de l'additionnalité (doc FSE ref 24) défini par le droit communautaire européen, sans les remplacer mais en aide pour définir et soutenir l'action qui sera la plus pertinente et efficace pour atteindre son but (matérialité). Rajoutons ici une notion complémentaire la logique d'innovation partagée indispensable pour alimenter la dynamique. C'est l'évaluation et mesure d'impact qui servira à établir la preuve de l'efficacité de cette même action (mesure du lien de causalité) sans générer de transfert d'impact.

Si l'investissement à impact est bien un ensemble d'investissements réalisés dans le but de donner un sens et de générer un impact social ou environnemental parallèlement à un rendement financier, c'est bien un enchaînement de 6 critères (ref A p78) opérationnels qui permettra de matérialiser le cheminement d'un investissement à impact :

- *Une finalité sociale ou environnementale explicite et transparente :*
 - *Publication de la « thèse d'investissement »*
 - *Démonstration de l'existence d'un besoin.*
- *Une intentionnalité des effets :*
 - *Définition des effets attendu (positifs et négatifs), les impacts sont recherchés en tant que résultats intentionnels de l'action*

- *Démonstration selon les principes de la théorie du changement des liens de cause à effet entre la conduite de l'activité et la réponse aux besoins sociaux.*
- *La matérialité de l'engagement et des effets :*
 - *Preuve des engagements et des actions réalisées*
 - *Evaluation et mesure des 3 niveaux de résultats (réalisation / output, résultat / outcome, impact et absence de transfert d'impact ...).*

Pour un investissement, la rentabilité économique désigne le retour sur investissement ou le retour sur capital. C'est un indicateur de robustesse et de pérennité de la démarche. Cependant son calcul dépend de facteurs exogènes et parfois de nature subjective : cycle économique, choix de la prime de risque qui elle-même dépend de la politique des banques centrales, effet de mode etc...

IV La proposition d'une échelle de contribution à la transformation durable

IV a-Introduction/ résumé

Le cabinet du secrétariat d'état à l'économie sociale, solidaire et responsable et la DG Trésor ont souhaité un approfondissement de l'une des propositions du rapport de juillet 2020 (ref A) qui portait sur la conception d'un outil d'aide à la décision pour les investisseurs institutionnels comme pour les épargnants, permettant de qualifier et de catégoriser les différents produits financiers en fonction de leur caractère responsable et à impact et donc de leur capacité à contribuer (influencer) à la transformation durable. Cet outil aurait pour objectif de représenter l'intensité d'une contribution d'un investissement et non le volume de la contribution. Il se présenterait sous la forme d'une échelle, à l'image de ce qui existe déjà en matière de couple rendement/ risque.

Il permet à l'investisseur de piloter sa démarche et de vérifier qu'il est sur la bonne trajectoire. L'épargnant ou l'investisseur institutionnel disposerait d'une évaluation objective du degré de mise en œuvre des critères caractérisant la contribution à la transformation durable au sein du processus d'investissement. L'épargnant peut ainsi fonder sa confiance quant à la transformation réellement opérée via l'établissement d'un faisceau d'indices pour démontrer la chaîne de causalité entre l'investissement et l'impact qu'il génère réellement sur les bénéficiaires.

Pour concevoir cet outil, il a été décidé de créer un nouveau profil : celui de contribution à la transformation durable / risque de non réalisation de la transformation durable aux côtés du profil risque rendement déjà existant.

A l'inverse du rendement financier, la contribution à la transformation durable ne peut être traduite en équation mathématique basée sur un calcul de volatilité. Cela explique la nécessité de poser le principe de l'orthogonalité des 2 profils ou le découplage : risque/ rendement économique et risque / pouvoir transformatif. Ce principe nous semble, actuellement le mieux adapté car il ouvre le champ des possibles (exploration de modèles nouveaux), impose de réfléchir à une autre forme d'approche du risque (plus prospectiviste), permet de construire sur des bases nouvelles même si probablement à terme des dépendances seront identifiées. Dans un premier temps, pour matérialiser la qualité, l'intensité de la contribution à la transformation durable, on parlera de constitution d'un faisceau d'indices en adéquation avec les 6 critères d'éligibilité précédemment énumérés. Il s'agit de se rapprocher de critères de décisions multi variables sous contraintes (d'où l'importance clé de la gouvernance !). Il permet aussi de résoudre temporairement un problème comportemental des

investisseurs qui se veulent responsables mais qui priorisent les critères purement financiers, alors que ces derniers ne devraient être appréhendés que selon une dimension de contrainte.

Ce découplage des 2 profils avec chacun leur logique de risques (données, dispersion, modélisation...) est une rupture franche avec le triptyque généralisé par certains auteurs du risque/rendement/impact. Alors la notion GAAP (Generally Accepted Accounting Principles) appliquée en finance et en comptabilité classique ne semble plus extrapolable en GAIP (Generally Accepted Impact Principles), les conventions ne peuvent suffire à la robustesse de l'approche. Les différents types de risque ne sont pas fongibles sans des hypothèses hasardeuses de simplification.

En revanche, cette notion d'échelle indépendante permettrait de prendre en compte aussi bien le niveau de maturité de la stratégie avec ses finalités sociales et environnementales explicites (cf sociétés à mission Loi PACTE ref 28), que la maîtrise opérationnelle, la maturité de gouvernance et le niveau de contrôle des pratiques évaluatives et de démontrer que la modélisation d'un risque financier tel que s'est pratiquée aujourd'hui ne peut s'appliquer au social ou à l'environnement.

IV b-Historique de la démarche « échelle de contribution à la transformation durable d'un produit financier » et inspiration

Le rapport de décembre 2020 (ref B) commandé par la DG Trésor et le cabinet du secrétariat à l'économie sociale, solidaire et responsable en octobre 2020 a présenté un premier prototype de cette échelle de contribution à la transformation durable d'un produit financier. Lors de l'évènement sur la Finance à impact organisé en mars 2021, la DG Trésor a validé l'intérêt de cette approche et a confié à l'organisme Finance For Tomorrow, filiale de Paris Europlace, la mission d'approfondir les principes de cette échelle et de la tester auprès des praticiens.

Il faut noter que les auteurs de cette publication sont à l'origine de cette intuition qui avait germé en 2019, bien avant le lancement de la mission (mars 2020), et de sa première formalisation.

L'idée ou l'intuition de cette échelle de contribution à la transformation durable est venue par le partage de nos retours d'expérience pour l'une de près de 30 ans de pratique d'analyse financière des modèles économiques des entreprises, d'analyse des stratégies d'investissement des fonds communs de placement et de rencontre avec des investisseurs institutionnels et des épargnants et pour l'autre de 30 ans de mise en œuvre au niveau des entreprises et territoires des démarches de Développement Durable. Il va de soi qu'elle se doit d'être enrichie par des acteurs avec des profils différents pour en tester la robustesse et la faisabilité comme cela a été fait lors de la phase 1 et 2 de la mission.

Les démarches actuelles pour évaluer et mesurer la contribution des acteurs financiers à la transformation durable ne semblaient pas satisfaisantes. Les acteurs financiers ont reporté leur responsabilité sur les entreprises, la sélection des cibles d'investissement est de nature exclusive (best universe, best in class, exclusion sectorielle, taxonomie etc...). Ils sont conscients des limites de leurs approches qui ne récompense pas l'effort réalisé par chaque acteur économique. Tous les objectifs ont pris du retard que ce soient ceux des ODD ou de l'accord de Paris sur le climat, ou d'Adis Abbeba pour faire référence aux engagements mondiaux de l'année 2015. Pourtant il existe des fondamentaux et quelques bonnes pratiques issues de différents secteurs qui peuvent inspirer le secteur financier. Comment les identifier, les rendre accessibles et les adapter et les faire adopter par les différents acteurs (parties prenantes impactées et impactantes !) ? Le JRC (ref 29) de l'union européenne soutient de longue date que l'impact potentiel d'un produit financier peut être évalué par les techniques d'ACV (en particulier celles environnementales attributives ou conséquentielles ref 30) développées pour les biens et services. C'est une piste possible, voire la plus pertinente mais assez compliquée et difficile à mettre en œuvre de façon fiable (ref 31) et encore immature pour le volet

sociétal malgré l'actualisation des guidelines (ref 15). Nous n'avons pas jugé opportun de rentrer dans ce type de discussion. Mais nous nous en sommes partiellement inspirés pour construire notre proposition d'échelle.

Le socle de notre réflexion s'est appuyé sur les démarches de management des organisations (EFQM ref 32 et les systèmes de management internes comme le Solvay Way ref 33), en y intégrant les retours d'expérience des banques de développement, car nous avons affaire à une série de démarches élémentaires dont la cohérence globale et l'alignement de l'organisation sur la stratégie (ex Strategy Maps de Kaplan & Norton ref 34), sont des clés majeures de la réussite.

Ces logiques deviennent de plus en plus partagées par les acteurs de l'ESS comme nous l'avons montré dans la partie biblio. Les porteurs de projets de toute taille connaissent ou comprennent ces logiques mais lorsque c'est noyé dans un portefeuille investi dans plusieurs projets, est-ce vraiment pilotable ?

IV c Démarche opératoire retenue pour les GT

Comme dans le cadre de la construction d'un échantillon le plus représentatif possible, des experts de différentes origines, capables d'apporter rapidement leur savoir-faire et leur esprit critique ont été réunis. Pour cela certains des participants de la première phase de la mission ont été à nouveau sollicités et des nouveaux ont été rajoutés, nous les remercions tous pour leur implication et leur apport.

1-Afin de se donner une chance d'arriver à des résultats concrets en l'espace de 5 semaines, nous avons pris le parti d'esquisser un premier prototype en tout petit comité à partir de l'intuition nourrie avec les travaux de la phase I, de le soumettre à la DG Trésor et à l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

2-Puis le prototype du cadre opérationnel a été soumis aux participants de la mission phase 2. Leurs retours ont permis de modifier la proposition originelle tant en la précisant qu'en en déterminant leur acceptabilité par les acteurs, les limites opérationnelles ou en la rendant compatible avec les cadres réglementaires en vigueur ou en cours de préparation, au niveau européen notamment (règlement taxonomie de l'UE). Enfin, plusieurs membres issus du monde académique ont pu parallèlement confirmer la pertinence, à dire d'expert de ce point de départ de la réflexion. A l'issue de la démarche, nous avons obtenu un prototype de cadre opérationnel modifié et enrichi, qui fait globalement consensus pour sa cohérence et sa mise en pratique des recommandations de la phase I. Il ne s'agit pas pour autant d'un produit fini, une phase III de calibrage, d'expérimentation et de préparation de la communication a été recommandée pour permettre de finaliser la préparation avant une mise en œuvre opérationnelle

3- Il a fallu parallèlement illustrer le rendu pour un épargnant ou un investisseur institutionnel des informations communiquées par un fonds mettant en œuvre une démarche d'investissement de transformation durable. Pour ce faire, les participants ont travaillé sur la notice d'information de l'épargnant ou de l'investisseur institutionnel. Il s'agissait d'imaginer une version « transformation durable » du document de synthèse présenté à l'épargnant, l'investisseur institutionnel, de définir les informations nécessaires liées aux objectifs du fonds, d'imaginer comment l'échelle de contribution à la transformation durable pouvait être présentée et de présenter les indicateurs clés de performance.

4- Enfin une grille d'évaluation d'un produit financier mettant en œuvre une démarche de transformation durable de manière à pouvoir in fine le positionner sur l'échelle de contribution à la transformation durable a été imaginée. Il s'agissait ici de définir les critères pour déterminer le degré

d'application de la colonne vertébrale de l'évaluation et mesure de la transformation durable. Un travail en amont a été préparé en chambre puis soumis ligne à ligne aux participants. Ces derniers ont eu la possibilité de réagir et de faire évoluer la proposition.

IV d- Points clés de l'échelle de contribution à la transformation durable.

LE CARACTERE NEUTRE DE LA FINANCE ! Avec l'ensemble des contributeurs nous avons pris le parti de considérer que la Finance et l'investissement en particulier n'avaient pas vocation à refléter ou à conditionner des orientations en matière de politique publique. La notion d'intérêt général est volontairement non débattue dans cette note. Dans le cadre de l'impact, la finance doit venir enrichir les initiatives des pouvoirs publics mais ne doit pas les remplacer et ne doit pas favoriser l'approche idéologique de certaines communautés ou de certaines zones géographiques. Nous avons essayé de faire en sorte que le cadre opérationnel et les prototypes d'outils proposés soient les plus neutres possibles au regard de l'intention de l'investisseur.

Pour assurer la protection de l'épargne publique qui relève de l'intérêt général, la finance est dotée de règles et de codes de bonne conduite : en termes de transparence, de comparabilité, d'opposabilité et de vérification des données et des indicateurs.

Dans le cadre de la présentation du profil du produit financier, la notice d'information à destination de l'épargnant/l'investisseur institutionnel (DICI) est un support qualitatif et l'échelle de risque un support quantitatif. Ces 2 outils contiennent les différentes informations et indices qui permettront d'éclairer le choix de l'investisseur. Ils peuvent contenir aussi les informations qui permettront de mieux comprendre les finalités des investissements proposés et si elles correspondent au sens souhaité.

Quelques grands principes ont dû être adaptés aux acteurs financiers, surtout au mode opératoire des gestionnaires d'actifs.

Tout d'abord, il a fallu constater que la relation entre le fonds investisseur et le projet / émetteur peut ne pas être directe et continue, les effets de leviers sont indirects et le poids du fonds dans le capital de l'émetteurs peut être réduit.

Pour prouver l'existence d'une intention, la notion de faisceaux d'indices, largement utilisé en matière de droit, a servi de fil conducteur.

Les recommandations faites par le groupe de travail sur les indices à fournir reposent sur les 6 critères d'éligibilité et s'articulent ainsi :

- Le fonds doit avoir formalisé sa propre théorie du changement (définition des objectifs, des activités, des ressources, des objectifs de résultats : réalisation (output), résultat (outcome), et impact ; d'estimation de l'ampleur des impacts, comment ils vont survenir, comment ils sont attribuables au projet ou au dispositif etc.)
- Une fois la théorie du changement formalisée, le fonds doit définir ses propres indicateurs que l'on surnommara indicateurs transverses. Il existe des bibliothèques d'indicateurs génériques en matière sociale (IRIS, Valor'ESS, Mesis, Raise, ODD, etc.) qui doivent être adaptés aux spécificités du portefeuille. Les indicateurs qui servent à la fixation des objectifs de transformation durable du fonds doivent être les mêmes que ceux qui servent à la mesure des résultats.
- Les émetteurs / projets dans lesquels le fonds est investi doivent avoir défini leurs indicateurs spécifiques dont une partie sera assimilable aux indicateurs transverses du fonds. Les indicateurs

transverses des émetteurs / projets doivent être consolidés pour évaluer l'impact du fonds. L'intérêt des indicateurs spécifiques est de rendre compte de tout ce qui fait la différence de chacun des projets proposés, de mieux refléter la réalité et de servir de points de contrôle pour l'investisseur.

- Les résultats mesurés ne doivent pas être uniquement au niveau de la réalisation (output) mais doivent tendre vers le résultat (outcome) voire l'impact si c'est possible. La prise en compte de la temporalité est fondamentale.
- Pour mesurer la performance impact social des fonds, le multiplicateur d'impact compare la valeur cumulative réalisée sur l'indicateur défini depuis le jour de l'investissement initial et l'objectif défini au moment de l'investissement. Les politiques publiques utilisent aussi la méthode du SROI (social return on investment) de l'ESE (évaluation socio-économique).



Source Ref B Page 59 du rapport

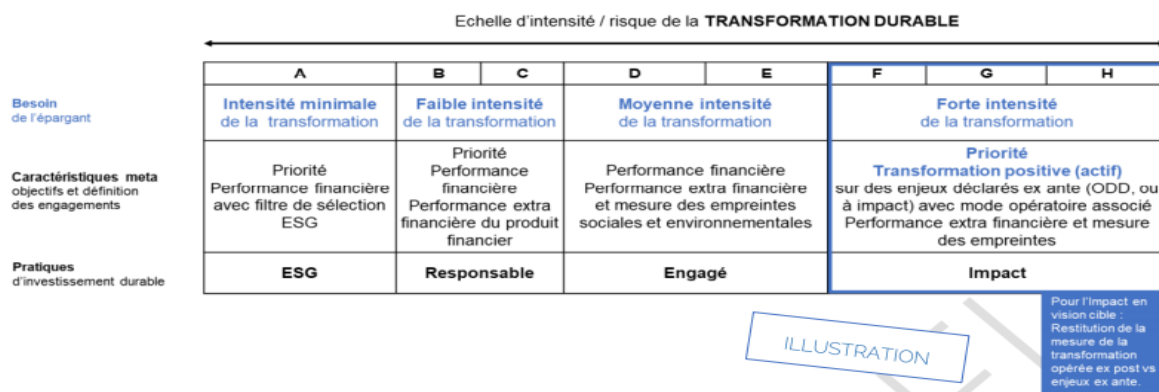
IV e-Illustration de la finalité

L'objectif d'une telle échelle, à l'instar de l'échelle de « rendement / risque » qui ne stigmatise pas plus les profils en recherche de rendement élevé que les profils adverses au risque, est surtout de donner les outils à l'épargnant pour lui permettre d'investir en toute connaissance de cause et en toute liberté.

L'échelle de contribution à la transformation durable doit permettre :

- La création d'un langage commun entre les différentes stratégies de placements qui se disent responsables,
- La possibilité de classer les produits financiers en fonction de leur profil de « contribution à la transformation durable » de façon la plus objective et transparente,
- La vérification de l'adéquation entre la stratégie d'investissement des produits financiers et les objectifs des épargnants et investisseurs institutionnels,
- Le positionnement des labels durables (ISR, Greenfin, Finansol, labels européens...) déjà existants dans une volonté de préservation de la diversité des pratiques en matière de finance durable,
- La sélection des fonds, dans le cadre de la gestion de fonds de fonds ou pour les distributeurs de fonds en architecture ouverte.

Grâce à l'échelle de transformation durable, l'épargnant ou l'investisseur institutionnel disposeraient d'une évaluation du degré de mise en œuvre des 6 critères caractérisant l'investissement à impact au sein du processus d'investissement que pilote le fonds et de la robustesse du processus d'investissement durable ou responsable. En partant du postulat que l'investissement à impact est le plus exigeant quant à l'établissement d'une chaîne de causalité entre l'investissement et l'impact réellement généré et mesuré sur les bénéficiaires, l'épargnant peut ainsi fonder un degré élevé de confiance quant à la transformation réellement opérée dans un fonds évalué.



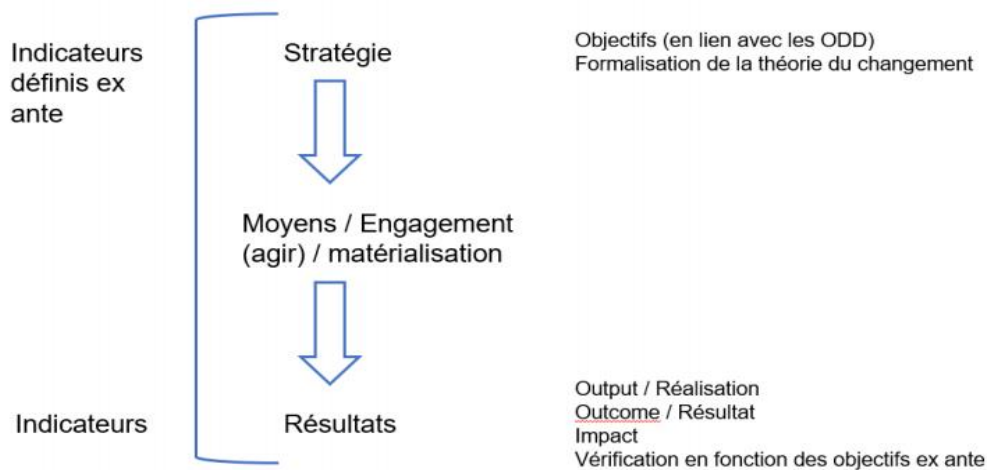
Source Ref B Page 60 du rapport

Par simplification et par analogie aux notations classiques en management, nous proposons à titre d'exemple, une notation, élémentaire, sur 4 colonnes (de la non mise en œuvre à l'excellence) et donc d'établir une note de 0 à 3 pour chaque « sous question » en fonction du niveau de réponse du fonds. Certaines peuvent être éliminatoires et les règles de pondérations doivent être coconstruites et transparentes.

Rappelons que l'outil permettant l'évaluation et la mesure d'impact doit répondre à certains prérequis:

- La notion de profil de « contribution à la transformation durable / risque [de non réalisation de la transformation durable] » est susceptible d'exister pour les produits financiers au même titre que le profil risque / rendement. L'investissement à impact étant alors défini comme le degré de contribution à la transformation la plus aboutie. Le découplage de 2 profils exclut dans le cadre des indicateurs pour évaluer la contribution à la transformation durable, les critères de nature subjective ou/et en lien avec l'effet marché (valorisation, capitalisation boursière, AUM, poids des actifs dans le portefeuille etc....).
- La référence aux 6 critères « impact » pour qualifier la transformation durable, soit la nécessité d'avoir établi au préalable une théorie du changement en respectant les principes de la « colonne vertébrale » de l'évaluation et de la mesure d'impact telle qu'identifiée par la mission au travers de l'analyse des pratiques mises en œuvre par les acteurs. Ces 6 critères et leur ordonnancement sont repris par la task force impact de Finance For Tomorrow pour l'approfondissement de l'échelle.
- Le repositionnement des outils de gestion en fonction de la finalité recherchée par le fonds. Ceci a pour conséquence pratique que la grille d'analyse du processus d'investissement d'un fonds formule ses critères au regard de la finalité recherchée et non en s'appuyant sur l'emploi ou non de tel ou tel outil de gestion. Les outils ou plus précisément certains processus de gestion peuvent éventuellement être utilisés comme des éléments de preuve du respect de la mise en œuvre d'un critère (notion de point de contrôle). Ces points de contrôle ont vocation à être adaptés au contexte de l'évaluation. Cela a généré des débats sur le rôle de la gestion passive ou de la gestion indicielle.

IV f- Description des principales composantes de l'échelle



Source schéma Ref B page 40

-Éléments caractérisant la **stratégie** :

Il est recommandé de lier les objectifs à tout ou partie des 17 ODD. Cependant il est aussi préconisé d'avoir une « grille de lecture » plus large, en lien avec les grandes tendances sociales et/ou environnementales afin de considérer l'ensemble des dispositifs financiers pouvant contribuer à la transformation durable.

Le fonds d'investissement doit formaliser une théorie du changement (thèse d'investissement) explicitant les liens de cause à effet entre la conduite de l'activité, la stratégie du fonds et la réponse aux besoins sociaux ou environnementaux exposée à travers les objectifs de transformation durable du fonds. La théorie du changement (ref 35), formalisée en ex ante, constitue le pivot qui permettra de modéliser la trajectoire.

Les indicateurs sélectionnés doivent être qualitatifs et quantitatifs. Il est admis que ces indicateurs doivent être en nombre suffisant pour couvrir chacun des objectifs de transformation durable et qu'ils ne peuvent être interdépendants, le nombre optimal d'indicateurs serait porté entre 5 et 7. Il est nécessaire d'établir des indicateurs transverses, communs au niveau des sous-jacents : les résultats devront être consolidés pour évaluer le fonds. Les indicateurs définis au moment du lancement du fonds peuvent être des indicateurs de résultat (outcome). En effet, la mesure d'impact nécessite un horizon de temps plus long.

Les indicateurs d'impact pourront être redéfinis et quantifiés a posteriori, après plusieurs années et viendront enrichir la démarche. Ainsi, la théorie du changement restera dynamique et sur une temporalité adaptée.

Mais une fois fixés, les indicateurs d'impact devront être suivis sur le long terme pour assurer la pérennité de la transformation durable, qui est l'un des critères de la mesure d'impact. Par ailleurs, il est admis la coexistence de plusieurs théories du changement en lien avec chacun des objectifs: les moyens, les objectifs de résultats, réalisation (output), résultat (outcome), et impact, les indicateurs et leviers de transformation durable associés peuvent varier en fonction de l'objectif poursuivi.

Exemples de questions proposées qui nous paraissent clés pour une vraie stratégie de Transformation Durable et qu'il est (ou sera !) possible de caractériser par 4 niveaux (de la non mise en œuvre à l'excellence) en distinguant autant que de besoin les différents objets (projet élémentaire, entreprises...) et les différentes structures d'investissement (private equity, gestion de portefeuille...)

- Quelle est la stratégie de transformation durable ? (Clarté, complétude, degré d'ambition, diffusion...)

- Cette stratégie est-elle déclinée en différents types d'objectifs (généraux, spécifiques... par analogie au bon vieux cadre stratégique en précisant les hypothèses !) et à quelle granularité ?
- Ces objectifs ont-ils bien fait l'objet d'une analyse de relation causale de type « Théorie du Changement » avec les parties prenantes ? Exemple arbres à problèmes et arbres à solutions.
- L'effectivité des besoins/ attentes/enjeux est-elle bien démontrée ?
- Les recherches de synergies avec des démarches équivalentes ou couvrant des domaines connexes (cf Grille de liens des ODD ref 3-4) ont-elles été mises en œuvre ?
- Les analyses de favorabilité (internes et externes) dont la robustesse des principes et pratiques méthodologiques ont-elles été réalisées ?
- Les hypothèses, analyses de risques conduites limitent elles les possibles transferts d'impact ?
- Quels sont les différents types d'indicateurs associés aux objectifs de transformation durable?

-Éléments caractérisant **la mise en œuvre** (capacités des acteurs, système de management et gouvernance)



Source Schéma page 68 du rapport Ref B

Il est recommandé que l'investisseur établisse une « baseline », un point de référence des objectifs poursuivis, pour définir une trajectoire.

L'échelle de transformation durable doit permettre de piloter et d'évaluer la robustesse du processus de gestion et le respect de l'existence pour chaque indicateur d'une trajectoire initiale, dont la déformation sera observée au fil du temps (dégradation, préservation, amélioration).

Depuis l'origine de nos réflexions, nous pensons que « ce n'est pas le résultat qui compte mais le chemin et les obligations de moyens mises en place » à l'image de ce qui est pratiqué dans la gestion des portefeuilles et c'est ce que l'échelle de transformation durable va permettre d'évaluer et de quantifier en matière d'impact.

Cette grille d'analyse propose, ici aussi, de s'appuyer sur des critères formulés sous forme de questions ouvertes. Ces questions ouvertes permettront de choisir parmi des réponses hiérarchisées un degré plus ou moins élevé de mise en œuvre de « la colonne vertébrale de l'évaluation et mesure d'impact ». C'est cette analyse de l'alignement méthodologique et d'une cohérence globale, qui permettra d'évaluer la robustesse du processus d'investissement, et donc d'évaluer la probabilité de réalisation d'une contribution à la transformation durable.

Suivant la même démarche que pour caractériser l'établissement de la stratégie, nous proposons pour la mise en œuvre d'analyser la robustesse du processus d'investissement durable en questionnant les différents niveaux :

- La diversité et l'expérience des acteurs impliqués, les comportements (éthique, écoute...), la qualité de la gouvernance opérationnelle et leurs capacités/ appétences à diffuser leurs savoirs.
- Quels sont les engagements pris et les moyens mis en œuvre pour construire et gérer le portefeuille (méthodes, référentiels, construction de l'univers d'investissement...)?
- Le système de management utilisé (intégré, amélioration continue...), comment est suivie la performance transformation durable de chaque sous-jacent ? Quel type d'indicateurs de moyens, de résultats et d'impacts et avec quelle granularité et quel équilibre choisir entre approche quanti et quali.

- Quels sont les processus mis en œuvre pour éviter les dérives et en particulier les transferts d'impacts et le fonctionnement en silo ?
- Quels sont les mécanismes d'actualisation ou ajustement des objectifs compte tenu de l'évolution des facteurs internes et externes ?
- Comment est construite puis actualisée la gouvernance des différentes structures, la dynamique des jeux d'acteurs et le « dialogue » avec les parties prenantes ?

-Éléments caractérisant les **pratiques évaluatives** (input, output, outcome, impact...)

Les questions doivent permettre d'analyser le processus d'investissement durable sur ces différents niveaux, challenger les pratiques évaluatives et assurer la transparence et le partage :

- Comment sont actualisés les indicateurs spécifiques et les indicateurs transverses ?
- Comment sont gérés les liens et dépendances entre impact humain, social, environnemental ?
- Comment sont réalisées les études d'impact ex ante, in itinere et ex post ? Et quels sont les mécanismes mis en place pour faciliter leurs convergences ?
- Comment l'additionnalité du produit est-elle analysée ?
- Une caractérisation des impacts sur le territoire et une identification des externalités territoriales sont-elles menées sur base régulière et avec qui ?
- Comment sont décrits les facteurs dont dépend le succès de la théorie du changement
- Comment sont consolidées les performances réalisées par les émetteurs en un indicateur global au niveau du portefeuille ?
- Comment est suivie, contrôlée et communiquée la performance globale du portefeuille ? Une revue critique externe est-elle réalisée ?
- Un processus de suivi long terme (> 5 ans au moins) de la transformation est-il mis en place ? (Problème de temporalité)
- Les données fines des entités impliquées sont-elles mise à disposition de l'intérêt général pour assurer une synthèse nationale (ou internationale) et une base de données permettant de chiffrer des scénarii ?
- Les résultats et éléments de communication sont-ils structurés selon les différentes attentes des parties prenantes ?

V Discussion :

Passer de la logique éco-centrée à la logique socio écologique centrée et découpler les profils : risque/ rendement financier et risque / contribution à la transformation durable induisent la prise en compte du caractère systémique et complexe des transformations recherchées. Chaque transformation étant spécifique avec des caractéristiques multidimensionnelles, la conception d'un modèle multifactoriel pour définir la trajectoire et évaluer les transformations en cours, est indispensable. Mais l'évolution des connaissances scientifiques et des valeurs sociétales entrainera de facto la réactualisation des modèles de simulation, qui s'accompagnera de la remise en question des projections initiales.

Préserver les systèmes socio-écologiques ne se réduit pas seulement à du déclaratif mais nécessite du concret par la mise en place d'un mode opératoire exigeant. La société civile veut la preuve des efforts consentis. Il convient aussi de l'aider à s'impliquer et de montrer l'exemple.

Pour y répondre et devenir une Finance à impact, la Finance responsable va devoir faire évoluer sa propre chaîne de valeurs : son cadre méthodologique, ses outils, son modèle économique, sa réglementation...

Faut-il adopter des principes et des cadres méthodologiques standardisés ?

Comment les acteurs financiers peuvent-ils gérer des incertitudes qui sont de nature à déstabiliser leurs projections sur un temps long alors que les horizons d'investissement financier sont de plus en plus courts aussi bien dans la gestion d'actifs que dans le capital investissement ?

Depuis des décennies, la Finance a toujours milité pour le développement et l'utilisation d'outils simples et de normes internationales pour comparer les acteurs économiques (vision relative), les catégoriser, dans un objectif d'optimisation des espérances de rendement financier et d'augmentation de la vitesse de circulation des flux financiers.

Standardiser comme le souhaitent les acteurs financiers, à partir de moyennes qui ne reflètent pas forcément la réalité géographique, culturelle et historique est à l'opposé même du but recherché par la démarche impact qui a pour objectif de répondre à des enjeux peu ou mal satisfaits par les acteurs économiques classiques, de remédier aux conséquences de leurs externalités négatives, de résoudre des problématiques locales surtout en matière sociale.

Respecter des standards internationaux c'est aussi ignorer le rôle de la puissance publique qui finance les politiques de protection sociale et environnementale et certaines activités privées dites à impact au travers des avantages fiscaux, des subventions directes ou indirectes.

A l'image de la gestion indicelle en matière financière, le principe d'indices de référence en matière socio écologique peut-il être pertinent ? ou bien doit-on rester sur une vision absolue et laisser liberté aux acteurs de choisir et de construire leurs propres indicateurs pour leur permettre de coller aux spécificités de chaque situation et ainsi de mieux répondre aux besoins locaux ou bien doit on coconstruire les bons compromis ?

Qui dit élaboration d'indicateurs signifie **accès à la donnée**. Qu'en est-il des données socio écologiques, existent-elles ? où les trouver ? comment faciliter leur accès ? S'agit-il de données brutes, fines, incrémentales, semi transformées, transformées ? comment les traiter et les interpréter ? Doit-on renouveler la même expérience que sur les données financières ? Doit-on imposer aux acteurs économiques une lecture unique des indicateurs socio-écologiques ? Peuvent-ils être uniquement de nature quantitative ? La forme de la dispersion des données est souvent plus révélatrice qu'une simple moyenne.

Quel type de modèle de valorisation doit on appliquer pour évaluer la performance des démarches en matière de contribution à la transformation durable ? Les outils utilisés pour valoriser les actifs apprécient un risque financier calculé sur des données passées et retraitées. Vouloir adopter la même approche c'est confondre le profil d'un risque financier avec celui d'un risque social ou environnemental.

L'élaboration d'un langage commun monétarisé en matière socio écologique est souhaitée et souhaitable dans le principe. Il faut que les parties prenantes puissent communiquer et comprendre les attentes et les objectifs des uns et des autres, voire les quantifier en partie. Mais quelle est la meilleure approche ? Doit-on intégrer ou ne pas intégrer les facteurs sociaux et environnementaux dans les systèmes d'information comptable ? Adopter l'approche anglosaxonne avec les normes IFRS ou une approche plus nationale ? Les normes IFRS qui sont un standard international adoptées par les multinationales et les sociétés cotées reposent sur une approche valeur de marché des actifs dont la temporalité peut sembler antinomique avec celle de la préservation des systèmes socio-écologiques qui serait plus en accord avec une approche valeur historique.

Le modèle économique de l'industrie financière repose sur la logique des flux et sur une obligation de moyen et c'est une industrie de coûts fixes. Les revenus sont composés notamment des frais d'entrée,

de sortie et des commissions de gestion et de mouvement qui sont libellées en pourcentage du montant des encours du portefeuille ou de l'investissement et qui sont prélevées que la performance servie au client soit positive ou négative. Un certain nombre de recherche académique s'accorde à dire que le cumul des commissions dans le temps absorbe la performance brute du portefeuille.

Enfin faut-il une réglementation plus exigeante ?

L'intense activité de la commission européenne concernant la réglementation de la Finance verte (taxonomie verte) et de la Finance durable (SFDR) est la réponse du berger à la bergère face aux dérives de certains acteurs privés qui ont confondu affichage avec engagement. Cependant la multiplicité et la complexité des règlements peuvent être contreproductives. L'élaboration d'une taxonomie verte risque de déboucher sur une vision binaire (la dictature du « bien ») qui ne prend pas en compte la globalité de la chaîne de valeur et surtout de créer des bulles de valorisation de certains actifs : la bulle verte, la bulle sociale à l'instar de la bulle numérique. La concentration des acteurs induite par la construction d'une barrière réglementaire va pénaliser de fait l'innovation sociale et environnementale. Or ce qui est demandé à la Finance à impact c'est surtout de soutenir les innovations dont une partie du risque ne peut plus être assumée par les Etats du fait de leur niveau d'endettement très élevé.

Rappelons que ce niveau de dettes découle d'un transfert de la dette privée vers les acteurs publics pour limiter les conséquences de la crise financière de 2008, laquelle a généré des inégalités sociales auxquelles la puissance publique doit toujours remédier.

Certes de nombreux débats et propositions autour de la gestion de la dette et de la création monétaire s'animent ces dernières années (ref 36-37) et pourrait remettre en question certaines pratiques. Mais quelques soient les bras de leviers « monétaires » retenues, la clarification de la qualification de l'action financée (**quoi, pourquoi et pour qui**) fait partie entière de l'équation.

L'industrie financière est-elle en capacité de remettre en question certains de ses principes de fonctionnement pour contribuer de façon efficace aux enjeux sociaux et environnementaux et d'utiliser son savoir-faire pour maximiser les résultats ?

Peut-on pour l'aider, rêver d'une mobilisation des acteurs académiques pour apporter une base théorique solide, adaptable robuste qui permettra l'alignement de tous les acteurs ? Une démarche, non spéculative y compris intellectuellement, capitalisant sur les acquis de différentes disciplines abordées dans ce papier ne nous paraît pas inatteignable si elle est conduite dans une logique d'action-recherche avec les phases d'expérimentation garantissant l'intégration des approches top-down et bottom-up.

**Henri Fraisse (président Fidarec, conseiller Activation Territoires, membre de la mission « Doter la France d'une culture commune de l'investissement à impact » et « Investir pour transformer durablement ») , de France Qualité Performance, de Social Value France, de la coop des communs, de la Société Française de prospective et du groupe de travail impact investing de la SFAF)*

***Sandra Bernard Colinet (Conseil en stratégie impact chez Aurore Investissement, membre de la SFAF et fondatrice du groupe de travail impact investing de la SFAF, ancienne conseillère en financement et investissement à impact auprès du haut-commissariat à l'économie sociale solidaire et innovation sociale, auteure des rapports sur l'investissement à impact « Doter la France d'une culture commune de l'investissement à impact » et « Investir pour transformer durablement »)*

Références bibliographiques :

Ref A : Rapport 1 doter la France d'une culture commune de l'investissement à impact. Coordination Sandra Bernard

<https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/8692c7b4-0e51-4cf0-a4a2-ba2bc372ccbc/files/5bd1d349-de12-4712-b21e-c119d1ab04ba>

Ref B : Rapport 2 : investir pour transformer durablement. Coordination Sandra Bernard

<https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/8692c7b4-0e51-4cf0-a4a2-ba2bc372ccbc/files/678d5a58-b69a-4849-882e-bd2b06accba2>

1 <https://www.un.org/sustainabledevelopment/fr/objectifs-de-developpement-durable>

2 https://www.unicef.fr/sites/default/files/fiche_thematique_odd.pdf

3: <http://www.comite21.org/docs/doc-non-mis-en-ligne/2019/guide-oddcollectivites-2019-a4-pap-interactif2.pdf>

4 https://www.agenda-2030.fr/sites/default/files/2018-06/Cerema_ROSACE_ODD6_ODD7_ODD11_ODD12_ODD15_impr.pdf

5 Comprendre la faible contribution des entreprises aux Objectifs de Développement Durable : absence, pléthore ou confusion dans les outils ? Philippe Lefebvre. Colloque du RIODD 2020

6 Appropriation des ODD par les acteurs économiques. Henri Fraisse Rencontres de la Chaire Éthique et Finance autour de l'investissement à impact Mars 2021

<https://www.fmsh.fr/fr/college-etudesmondiales/31209>

https://www.youtube.com/watch?v=UM7YnBizwKA&t=5s&ab_channel=FIDAREC

7 Rockström, J., W. Steffen, K. Noone, Å. Persson, F. S. Chapin, III, E. Lambin, T. M. Lenton, M. Scheffer, C. Folke, H. Schellnhuber, B. Nykvist, C. A. De Wit, T. Hughes, S. van der Leeuw, H. Rodhe, S. Sörlin, P. K. Snyder, R. Costanza, U. Svedin, M. Falkenmark, L. Karlberg, R. W. Corell, V. J. Fabry, J. Hansen, B. Walker, D. Liverman, K. Richardson, P. Crutzen, and J. Foley, 2009. « Planetary boundaries: exploring the safe operating space for humanity ». Ecology and Society n°14(2): 32. – <http://www.ecologyandsociety.org/vol14/iss2/art32/>

8 Steffen, W., Richardson, K., Rockström, J., Cornell, S.E., Fetzer, I., Bennett, E.M., Biggs, R., Carpenter, S.R., Vries, W. de Wit, C.A. de Folke, C., Gerten, D., Heinke, J., Mace, G.M., Persson, L.M., Ramanathan, V., Reyers, B., Sörlin, S., 2015. « Planetary boundaries: Guiding human development on a changing planet ». Science n°347, 1259855. doi:10.1126/science.1259855

9 Les limites planétaires. Aurélien BOUTAUD, Natacha GONDRAN Edition la découverte coll. « Repères Écologie », 2020

10 The Boundaries of the Planetary Boundary Framework: A Critical Appraisal of Approaches to Define a “Safe Operating Space” for Humanity Frank Biermann and Rakhyun E. Kim Annu. Rev. Environ. Resour. 2020. 45:497–521

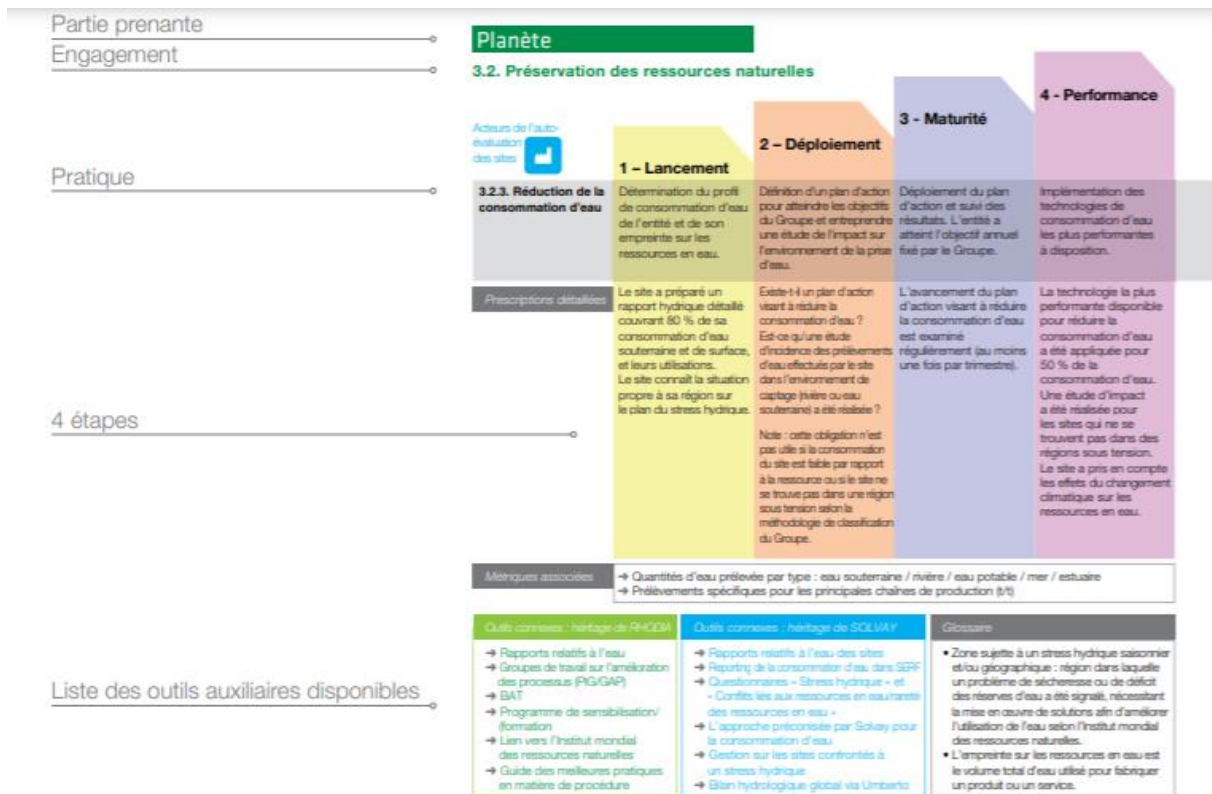
11 AFD <https://www.afd.fr/fr/actualites/odd-des-podcasts-pour-reinventer-le-monde>

12 The SDG mapping of KfW Group Background information and methodological notes 2019

<https://www.kfw.de/nachhaltigkeit/Dokumente/Sonstiges/SDG-Methodenpapier-DE-EN-2.pdf>

13 Référentiel Bien être IBEST <https://creg.univ-grenoble-alpes.fr/recherche/projets-recherche/projet-ibest>

- 14 <https://www.valoress-udes.fr/>
- 15 <https://www.lifecycleinitiative.org/library/guidelines-for-social-life-cycle-assessment-of-products-and-organisations-2020/>
- 16 Discours de Stockholm Elinor Ostrom, préface Benjamin Coriat 2020
- 17 « Une troisième voie : entre l'Etat et le marché » échanges avec Elinor Ostrom Martine Antona et François Bousquet, coordinateurs 2017
- 18 Thèse Geneviève Fontaine dec. 2019 <https://hal.archives-ouvertes.fr/tel-02422361/document>
- 19 <https://coopdescommuns.org/fr/>
- 20 [Définitions : impact - Dictionnaire de français Larousse](#)
- 21 Capitalisme: Le temps des ruptures Michel Aglietta chez Odile Jacob 2019
- 22 Sortir de la croissance, Mode d'emploi Eloi Laurent octobre 2019 chez les LLL
- 23 Les capitalismes à l'épreuve de la pandémie Robert Boyer 2020 . Editions la découverte
- 24 <http://www.fse.gouv.fr/decryptages/la-langue-du-fse-decryptee-pour-vous-3-en-fevrier-le-principe-dadditionnalite> [Comprendre le FSE | Le principe d'additionnalité](#)
- 25 Comment évaluer l'impact. Guide méthodologique . Avise- FIDAREC- (Im)PROVE 2021
- 26 https://docs.wbcsd.org/2017/04/Social_Capital_Protocol_Guide.pdf
- 27 IFC <https://sdgimpact.undp.org/assets/SDG-Impact-Standards-for-Private-Equity-Funds-Mapping-Document-OPIM.pdf>
- 28 Loi PACTE <http://www.senat.fr/rap/r20-645/r20-64524.html>
- 29 JRC EU Ecolabel Criteria for Financial Products Technical report and criteria proposal (1st Draft) First Ad-hoc Working Group Meeting Sevilla, 4th April 2019 The European Commission's science and knowledge service Joint Research Centre
- 30 ILCD handbook, JRC (2010). o <http://lct.jrc.ec.europa.eu/pdf-directory/ILCD-Handbook-General-guide-for-LCA-DETAIL-online-12March2010.pdf>
- 31 Bulle C, Margni M, Jolliet O, Rosenbaum R, Humbert S (2014) IMPACT World+. <http://www.impactworldplus.org/en/>. Accessed 01/09/2014
- 32 EFQM 2020 - Le grand guide de la mise en oeuvre : P. Iribarne et S. Verdoux. Janvier 2020
- 33 Solvay Way: https://www.solvay.fr/sites/g/files/srpend241/files/2019-02/Brochure%20SolvayWay_0.pdf cf p22



34 Strategy Maps R Kaplan & D Norton Harvard University 2004

35 Théorie du changement : https://unsdg.un.org/sites/default/files/UNDG-UNDAF-Companion-Pieces-7-Theorie_du_Changement.pdf 2018

36 Une monnaie écologique par Alain Grandjean et Nicolas Dufrêne 2020 chez Odile Jacob

37 Thomas Lagoarde Segot POCFIN, Working Papers 2020 Financing the Sustainable Development Goals , KEDGE BS & SDSN France