



**INSTITUT  
DE LA FINANCE  
DURABLE**

PARIS EUROPLACE

GROUPE DE PLACE IMPACT

# COMMENT UN FONDS D'INVESTISSEMENT PEUT-IL MESURER SON IMPACT ?

ÉTAT DES LIEUX ET RECOMMANDATIONS



## PRÉSENTATION DU LIVRABLE

Ce document fait la synthèse des travaux du groupe de travail sur la mesure de l'impact.

Ce groupe qui était dédié à la mesure de l'impact et à son opérationnalisation a rassemblé des entreprises, des sociétés de gestion, des investisseurs institutionnels, des académiques, des consultants et des représentants de la société civile (pour un total de 140 acteurs inscrits). Il était structuré de manière ouverte, y compris aux non-membres de l'Institut de la Finance Durable (IFD), grâce au soutien du **pôle PESSII de la Direction Générale du Trésor**.

Dès les premiers éléments de préparation est apparue la nécessité de séparer les deux niveaux de mesure de l'impact, à savoir: la mesure de l'impact au niveau de l'entreprise/sous-jacent et la mesure de l'impact au niveau du fonds d'investissement. Durant la première séance, les membres du groupe de travail se sont partagés, dans d'égales proportions, entre ces deux sujets selon leur perception (ce qui nécessitait le plus un apport du groupe de place) et selon leurs compétences et intérêts.

Après des travaux préliminaires fin 2022, le groupe de travail, divisé en deux sous-groupes, s'est réuni 6 fois au cours du premier semestre 2023 avec pour objectif de restituer la teneur des travaux lors de la plénière du Groupe de Place Impact du 29 juin 2023.

Le présent rapport synthétise les travaux du sous-groupe consacré à la seule mesure de l'impact au niveau du fonds d'investissement. Un autre sous-groupe de travail s'est consacré en parallèle à la mesure de l'impact au niveau du sous-jacent.

3 pilotes opérationnels se sont impliqués pour coordonner les travaux de ce sous-groupe et la rédaction du livrable:

- **Mickaël Mangot** (2 Degres Investing Initiative): principal contributeur pour ce livrable
- **Jean-Michel Lécuyer** (INCO Ventures)
- **Thierry Sibieude** (ESSEC)

## SOMMAIRE

<b>INTRODUCTION</b>	3
<b>1. LES FREINS ET ACCÉLÉRATEURS À LA MESURE DE L'IMPACT DES FONDS</b>	5
a. Les différents freins	5
b. Les différents accélérateurs actuels	6
<b>2. LES DIFFICULTÉS MÉTHODOLOGIQUES À LA MESURE DE L'IMPACT DES FONDS</b>	7
a. Le problème fondamental	7
b. Les biais méthodologiques	8
<b>3. PRÉSENTATION DES DIFFÉRENTES MÉTHODES POSSIBLES</b>	11
a. Les méthodes quantitatives	11
b. Les méthodes qualitatives	15
c. Les méthodes logiques	17
<b>4. ÉVALUATION DES DIFFÉRENTES MÉTHODES POSSIBLES</b>	18
<b>5. RECOMMANDATIONS DE BONNES PRATIQUES</b>	19
<b>CONCLUSION</b>	20

# INTRODUCTION

La mesure de l'impact des fonds d'investissement est un sujet cardinal de la finance à impact à plusieurs titres.

— **Primo**, la mesure fait partie des piliers généralement reconnus de la finance à impact, au même titre que l'intentionnalité ou l'additionnalité. La définition adoptée par le groupe de place Impact de Finance for Tomorrow<sup>1</sup> (devenu, entre temps, l'Institut de la Finance Durable) en 2021 consacre ces trois principes. De fait, les fonds<sup>2</sup> dits à impact se doivent de mesurer (ou, de manière plus large, d'évaluer) leurs effets réels sur l'environnement ou la société.

**Or l'impact d'un fonds ne se déduit pas mécaniquement (par attribution proportionnelle) de l'impact des entreprises sous-jacentes.**

Pour pouvoir passer de l'un à l'autre, l'utilisation de méthodes robustes – qu'elles soient quantitatives ou qualitatives – est nécessaire.

— **Secundo**, la mesure de l'impact du fonds peut constituer un outil puissant contre l'«*impact washing*», c'est-à-dire une éventuelle communication trompeuse ou excessive sur l'impact généré par les investissements via les fonds «à impact». L'observation de résultats tangibles (ou de l'absence de résultats) invite à la cohérence et la proportionnalité de la communication des fonds à impact. Elle participe d'une démarche de transparence<sup>3</sup>.

— **Tertio**, le suivi de l'impact du fonds permet de s'assurer que la stratégie d'impact du fonds est efficace, permettant ainsi de limiter le risque pour ses investisseurs de ne pas avoir au final d'impact et, dans le cas contraire, de réorienter la stratégie du fonds.

— **Quattro**, mettre en place aujourd'hui des méthodes d'évaluation de l'impact du fonds, c'est aussi anticiper par rapport à une possible réglementation à venir<sup>4</sup> ou aux règles posées par un éventuel Label Impact au niveau français ou européen. A cet égard, l'Échelle d'évaluation du potentiel d'impact<sup>5</sup> développée par le Groupe de Place Impact de l'IFD dédie une section entière aux résultats en matière de transformation durable des fonds (qui évalue à la fois les procédures d'évaluation mises en place et les résultats obtenus)<sup>6</sup>, laquelle représente une part substantielle du score total (30%).

Au-delà de ces objectifs pratiques pour les fonds, le travail présenté dans ce document vise également à nourrir la réflexion de l'écosystème financier, et notamment des régulateurs et certificateurs, sur les attendus légitimes en matière d'évaluation ou de mesure de l'impact pour les fonds à impact.

1 Accessible ici.

2 et autres produits financiers ou bancaires qui sortent toutefois du périmètre de ce groupe de travail

3 Cette démarche de transparence vise à éviter que les politiques de confidentialité des fonds concernant leurs méthodes propriétaires ne masquent en réalité l'absence d'une approche véritablement formalisée

4 Voir par exemple les propositions du régulateur britannique : FCA (2022), Sustainability Disclosure Requirements (SDR) and investment labels, Consultation Paper.

5 Accessible ici.

6 Celle-ci représente 30% du score total.

Le périmètre du groupe de travail, et par conséquent de ce rapport, inclut les différentes méthodes d'attribution de résultats extra-financiers des sous-jacents aux fonds (**attribution**) qu'elles soient quantitatives ou non. Ce faisant, il traite de l'évaluation de l'impact en général. Il exclut les méthodes de justification d'actions additionnelles des investisseurs (**contribution**), sujet d'égale importance qui nous semble devoir faire l'objet d'un groupe de travail spécifique<sup>7</sup>. Ces deux dimensions sont différentes mais complémentaires au sein du faisceau de preuves nécessaires pour étayer au mieux l'impact d'un fonds.

Le présent rapport traite précisément de l'impact des fonds d'investissement et non de l'impact des investisseurs dans les fonds. Il est à noter que, dans les évaluations de l'impact, le passage de l'un à l'autre n'est pas mécanique, pas plus que ne l'est le passage de l'impact des sous-jacents à celui des fonds. En effet, un fonds peut avoir un impact positif sans que l'investisseur achetant une part de ce fonds ait lui-même un impact positif. Comme pour toute analyse d'impact, l'additionnalité doit être évaluée. Or, dans certains cas, l'achat d'une part d'un fonds n'augmente pas homothétiquement la capacité du fonds à générer de l'impact, par exemple lorsqu'il s'agit de fonds fermés pour lesquels l'achat de parts se fait sur un marché secondaire et ne se traduit pas par un apport de capital supplémentaire pour le fonds.

---

<sup>7</sup> Et qui, à la date de la publication de ce rapport, faisait l'objet de consultations importantes auprès des membres d'Impact Frontiers, notamment autour du document « Définitions & stratégies autour de la contribution de l'investisseur » qui identifie les actions des investisseurs susceptibles d'induire un changement positif qui n'aurait pas eu lieu sans l'investisseur, allant au-delà de la simple intentionnalité. La contribution de l'investissement y est classée en quatre catégories : l'allocation du capital, l'engagement non-financier, les structures d'investissement et les pratiques internes de l'établissement financier.

# 1. LES FREINS ET ACCÉLÉRATEURS À LA MESURE DE L'IMPACT DES FONDS

Le groupe de travail a recensé ce qui, selon ses membres, freine ou accélère actuellement l'adoption de bonnes pratiques en matière de mesure de l'impact des fonds.

## A. LES DIFFÉRENTS FREINS

- **Une confusion répandue** chez les investisseurs entre impact des fonds et impact des sous-jacents,
- **Un problème d'accès aux données d'impact des entreprises investies,**
- **Un problème d'accès aux données d'impact des comparables** ou de *benchmarks* (pour qualifier l'additionnalité dans les résultats obtenus),
- La singularité de l'impact et la **difficulté de l'agrégation** au niveau du portefeuille:
  - *Métriques d'impact propres à chaque activité, à chaque secteur,*
  - *Non-homogénéité des métriques et des méthodes de calcul entre entreprises au sein d'un même secteur,*
  - *La dimension qualitative et difficilement additionnable de certaines thématiques (par exemple, le bien-être au travail).*
- **L'absence de méthodes d'évaluation reconnues** et standardisées,
- **L'absence de précisions ou d'obligations réglementaires** propres aux fonds à impact,
- **La faible proportion d'actifs chez les investisseurs (notamment institutionnels) dédiés aux fonds à impact** et, parfois, l'absence d'une demande formulée par ces investisseurs aux fonds à impact pour qu'ils mesurent leur impact,
- **L'éventuel coût** (financier et humain) associé à la mise en place de procédures de mesure,
- **L'insuffisance de compétences sur le marché** vis-à-vis de techniques encore non appliquées dans le secteur financier (à l'exception de quelques segments, comme les contrats à impact),
- **La priorité donnée de facto par les sociétés de gestion à d'autres questions**, notamment les exigences très prenantes de conformité avec les nouvelles réglementations,
- Et, enfin, la perception largement partagée (que des membres du groupe de travail ont appelé à «démystifier») au sein des sociétés de gestion autour de la mesure d'impact du fonds qui serait considérée *a priori* «très lourde», «infaisable» (en pratique) ou «impossible» (par nature).

## B. LES DIFFÉRENTS ACCÉLÉRATEURS ACTUELS

- **La réglementation** qui améliore et harmonise progressivement les obligations de reporting de données ESG par les entreprises (NFDR, CSRD, taxonomie, loi Climat et Résilience) et par là devrait faciliter la disponibilité et la standardisation des données brutes pour les fonds d'investissement,
- **La volonté de certaines entreprises d'être accompagnées par les investisseurs** pour améliorer leur stratégie et leur reporting d'impact, ce qui là encore facilite la disponibilité des données,
- L'adoption de **mécanismes de rémunération des dirigeants** des sociétés investies par des fonds de private equity assis sur des métriques d'impact (qui cependant concernent encore aujourd'hui principalement les entreprises sous-jacentes),
- **La progression des attentes de certains clients institutionnels** (*asset owners*) concernant la mesure de l'impact des fonds,
- Le développement de **partenariats entre académiques et sociétés de gestion** et d'offres de formation qui permet de nourrir des réflexions sur ces sujets et d'améliorer les compétences disponibles.

**On note une asymétrie entre les freins et les accélérateurs, les premiers étant beaucoup plus nombreux que les seconds, ce qui explique une certaine inertie du secteur autour de cette question.**

Les accélérateurs mentionnés nous apparaissent secondaires, peu déterminants. Un catalyseur plus significatif serait, à notre sens, l'existence d'un label impliquant des exigences en matière de mesure de l'impact des fonds d'investissement, et dans un second temps, une fois les bonnes pratiques établies, il pourrait être envisagé également une traduction de ces avancées dans la réglementation.

## 2. LES DIFFICULTÉS MÉTHODOLOGIQUES À LA MESURE DE L'IMPACT DES FONDS

### A. LE PROBLÈME FONDAMENTAL

Dans sa définition la plus rigoureuse, l'impact est un changement induit par rapport à un scénario contrefactuel. Dire qu'un fonds (ou une communauté d'investisseurs) a eu de l'impact grâce à un investissement implique i) qu'un changement observé ait été causé par les actions du fonds (ou de la communauté d'investisseurs) et ii) que le changement soit bien additionnel par rapport à la situation alternative ou les actions du fonds (ou de la communauté d'investisseurs) n'auraient pas eu lieu.

Ce faisant, **l'impact d'un fonds ne se déduit pas mécaniquement, par attribution proportionnelle, de l'impact des entreprises sous-jacentes.** Détenir X% d'une entreprise (sous forme de dette ou d'actions) ne permet pas à un fonds de s'attribuer X% de son impact (positif ou négatif) et cela pour plusieurs raisons. L'impact d'une entreprise n'est en effet pas nécessairement proportionnel à son capital. Et, même si c'était le cas, les investissements, lorsqu'ils s'effectuent via des marchés secondaires, ne viennent pas augmenter le capital disponible pour les entreprises. Il n'y a donc pas de raccourci permettant de se passer facilement de l'analyse contrefactuelle lorsque l'on réalise une évaluation de l'impact d'un fonds.

Malheureusement, les évaluations d'impact souffrent d'un problème fondamental: le contrefactuel nécessaire pour évaluer l'additionnalité ne peut pas être observé (pour la même action au même moment) car il n'existe pas de monde parallèle dans lequel l'action analysée ne serait pas mise en œuvre. L'effet ne peut pas être observé simultanément dans deux états différents (avec et sans l'action). Par conséquent, au lieu d'utiliser un véritable contrefactuel, **nous devons recourir à une approximation en utilisant un comparable le plus adéquat possible.**

Le problème du contrefactuel disparaîtrait si l'on pouvait trouver un «clone parfait» pour chacun des investissements effectués. Malheureusement ces clones parfaits n'existent pas<sup>8</sup> et les **approximations «faute de mieux»** proposées par les différentes méthodes quantitatives existantes sont imparfaites. Ce faisant, elles introduisent **des biais méthodologiques** qui empêchent d'établir avec une certitude absolue l'additionnalité du fonds dans les résultats obtenus.

**Exemple:** évaluer l'impact d'un fonds en comparant les évolutions des performances extra-financières des sous-jacents par rapport à celles de comparables fait courir le risque que l'écart soit dû avant tout à des facteurs propres aux sous-jacents qui existaient déjà avant l'investissement (par exemple si le management de l'entreprise était particulièrement impliqué concernant une problématique ESG et l'action du fonds n'a pas renforcé cette implication).

8 Et, s'ils existaient, un traitement différencié pourrait poser dans certains cas des problèmes déontologiques.

**Exemple:** déduire de l'observation d'une accélération dans l'amélioration de performances extra-financières du sous-jacent qu'un fonds a eu de l'impact peut être erroné si un facteur externe a conduit à cette amélioration pour le sous-jacent comme pour d'autres entreprises (par exemple, un changement de réglementation ou une campagne médiatique d'ONG qui viserait tout un secteur).

## B. LES BIAIS MÉTHODOLOGIQUES

La présente section reprend quelques biais méthodologiques (*confounding factors*) fréquents dans les évaluations quantitatives de l'impact :

### Les biais de sélection

Un type particulier de biais intervient lorsque les «unités» traitées (les sous-jacents investis par le fonds) sont de fait différentes et incomparables par rapport aux unités non-traitées qui servent de groupe de comparaison. Cette incomparabilité peut être causée par des différences observées ou non observées dans les caractéristiques qui affectent la sélection et le résultat observé. Deux types de biais de sélection sont particulièrement courants. Le **biais d'auto-sélection** se produit lorsque, par exemple, des sous-jacents ayant des caractéristiques intrinsèques les rendant plus susceptibles d'obtenir de meilleures performances extra-financières sont également plus susceptibles de rentrer dans le portefeuille du fonds.

**Exemple:** un biais d'auto-sélection peut intervenir lorsque des entrepreneurs concernés par les thématiques environnementales sollicitent des fonds de private equity à impact environnemental pour leurs augmentations de capital. Ce faisant, les meilleures performances environnementales de ces sociétés post-investissement ne peuvent être intégralement attribuées aux actions du fonds.

### Le biais de placement

Le biais de placement se produit, lui, lorsque le fonds choisit expressément des sous-jacents pour des caractéristiques qui les rendent plus susceptibles d'afficher de bonnes performances extra-financières par la suite.

**Exemple:** un biais de placement intervient lorsqu'un fonds sélectionne des sous-jacents en fonction de la sensibilité des dirigeants vis-à-vis des questions de durabilité. Ce faisant les bonnes performances extra-financières par rapport aux concurrents durant la période d'investissement ne peuvent être, là aussi, attribuées exclusivement aux actions du fonds.



## La tendance séculaire

Une autre source potentielle d'erreur d'interprétation a lieu lorsque des facteurs externes viennent progressivement améliorer les indicateurs d'impact de toutes les entreprises. Dans ce cas de figure, la comparaison des indicateurs post-investissement et pré-investissement conduit nécessairement à une estimation biaisée à la hausse de l'impact du fonds.

**Exemple:** une prise de conscience progressive de la question climatique parmi les dirigeants de sociétés (en raison d'un changement constant des valeurs collectives, de la pression médiatique ou de la réglementation) conduit à une estimation biaisée à la hausse de l'impact des fonds investissant dans ces sociétés si l'impact est évalué via une comparaison dans le temps d'indicateurs climat au niveau des sous-jacents.

## La maturation

L'évaluation d'impact doit également tenir compte du fait que les processus naturels de maturation et de développement des entreprises peuvent produire des changements considérables indépendamment de l'action des investisseurs. Ce faisant la constatation d'une amélioration dans le temps des performances extra-financières des sous-jacents ne saurait fournir une preuve irréfutable de l'impact d'un fonds, notamment dans le cas de petites entreprises en forte croissance.

**Exemple:** il est bien connu que les notes ESG sont positivement corrélées à la taille des entreprises (du fait, notamment de la mobilisation de ressources plus importantes pour remplir les questionnaires ESG des agences de notation). Par conséquent, l'amélioration des notes d'une entreprise en croissance ne pourra être intégralement attribuée à la société de gestion.

## Les événements interférents

Les événements à court terme peuvent également produire des changements susceptibles d'introduire un biais dans les estimations d'impact. Ces événements interférents peuvent être des événements *macro* (comme un changement dans la réglementation) qui affectent toutes les entreprises similaires ou des événements *micro* qui n'en concernent qu'une ou quelques-unes (comme un changement de direction ou l'action d'un autre fonds investi dans l'entreprise).

**Exemple:** alors qu'un fonds conventionnel (sans politique d'engagement actif) investit dans une entreprise, l'entreprise est parallèlement fortement engagée par un fonds à impact. Dans un tel cas, sur la seule base de l'observation d'une amélioration des performances extra-financières de l'entreprise, le fonds conventionnel pourrait être crédité à tort de l'impact généré par les actions du fonds à impact.

## Les effets de débordement

Les effets de débordement (*spillover effects*) se produisent lorsque les membres du groupe de comparaison sont indirectement touchés par les interventions du fonds sur les entreprises en portefeuille. Il peut y avoir des retombées positives (via l'imitation ou l'émulation) ou inversement négatives (substitution) qui, respectivement, créent un biais à la baisse ou à la hausse dans les estimations d'impact lors de la comparaison des résultats extra-financiers des sous-jacents par rapport aux résultats de leurs comparables.

**Exemple:** une augmentation de l'emploi de travailleurs handicapés dans une entreprise suite aux actions d'un fonds peut entraîner des nouvelles positives dans la presse locale pour l'entreprise et générer par ricochet un changement de comportement des entreprises concurrentes. Dans un tel cas, l'estimation de l'impact du fonds serait biaisée à la baisse.

**Exemple:** la même augmentation de l'emploi de travailleurs handicapés dans une entreprise suite aux actions d'un fonds peut inversement réduire l'embauche de travailleurs handicapés parmi les entreprises concurrentes (par exemple si le nombre de travailleurs handicapés est limité dans le bassin d'emploi). L'estimation de l'impact du fonds serait alors biaisée à la hausse (puisque les chiffres d'embauche chez les concurrents sont eux-mêmes biaisés à la baisse).

**Selon la sophistication des méthodes quantitatives utilisées pour évaluer l'impact, ces différents biais méthodologiques sont plus ou moins bien contrôlés.**

### 3. PRÉSENTATION DES DIFFÉRENTES MÉTHODES POSSIBLES

Dans cette section nous présentons les grandes familles de méthodes disponibles pour réaliser une évaluation d'impact.

Celles-ci ont été abondamment documentées dans des secteurs autres que la finance, en premier lieu les politiques publiques et la philanthropie qui depuis plusieurs décennies s'évertuent à évaluer l'efficacité de programmes spécifiques (d'aide au développement, de lutte contre la pauvreté, de stimulation de l'emploi ou de l'innovation, etc.). En cela, ces secteurs peuvent jouer le rôle de «poissons-pilotes» pour la finance, laquelle pourrait, moyennant quelques adaptations, s'inspirer des méthodes développées.

Nourrie notamment par les efforts de ces secteurs, l'évaluation est aujourd'hui une discipline académique à part entière forte de nombreuses sociétés savantes<sup>9</sup> de publications académiques dédiées<sup>10</sup> et de manuels pour les praticiens<sup>11</sup>, et l'évaluation de l'impact est un de ses champs privilégiés d'analyse.

#### A. LES MÉTHODES QUANTITATIVES

Les méthodes quantitatives cherchent à évaluer numériquement l'impact d'un fonds. On distingue les méthodes quantitatives «basiques» qui procèdent à des comparaisons simples sans chercher à reconstituer soigneusement un scénario contrefactuel par opposition aux méthodes contrefactuelles qui, elles, recourent à des procédures économétriques sophistiquées pour reconstituer le scénario contrefactuel.

Si **aucune méthode d'évaluation de l'impact ne peut se prévaloir de se prémunir de l'intégralité des biais méthodologiques possibles**, les méthodes contrefactuelles sont construites de manière à contrôler beaucoup plus de biais potentiels que les méthodes basiques.

#### I. LES MÉTHODES QUANTITATIVES «BASQUES»

##### LA COMPARAISON SECTORIELLE

**Cette méthode implique de comparer les résultats extra-financiers des sous-jacents en portefeuille avec des pairs sélectionnés sur la base de caractéristiques apparentes (la taille, le secteur, la présence géographique, etc.).** Cette sélection à la fois discrétionnaire (c'est le fonds qui à la fois choisit les sous-jacents qu'il investit et ceux qui composent le groupe de contrôle) et superficielle (car elle ne cherche pas à inclure des caractéristiques non directement observables) introduit la possibilité de nombreux biais. Par exemple, comme la participation au groupe traité (les sous-jacents en portefeuille) ou au groupe de comparables n'est pas randomisée, des biais de sélection (auto-sélection ou placement) peuvent venir perturber l'évaluation.

<sup>9</sup> European Evaluation Society, UK Evaluation Society, American Evaluation Association, Société Française de l'Évaluation, etc.

<sup>10</sup> American Journal of Evaluation, Evaluation, Evaluation review, New Directions for Evaluation, etc.

<sup>11</sup> World Bank (2016), Impact Evaluation in Practice, Second Edition.

## LA COMPARAISON À LA TENDANCE

**Une autre méthode simple consiste à comparer les sous-jacents en portefeuille avant et après l'investissement.** Une comparaison avant-après tente d'établir l'impact d'une action (un investissement) en suivant les changements dans les résultats pour les bénéficiaires (les sous-jacents) au fil du temps. Essentiellement, cette comparaison suppose que si l'action du fonds n'avait pas eu lieu, les performances en matière de durabilité du sous-jacent au terme de l'investissement auraient été exactement les mêmes qu'avant l'action, ce qui est un postulat très fort. Une version plus rigoureuse (appelée évaluation de séries temporelles interrompues) nécessite plusieurs points de données sur les sous-jacents avant et après l'investissement, afin de détecter une éventuelle rupture de tendance une fois l'investissement mis en place. On conclura qu'il y a un impact positif du fonds si la période d'investissement coïncide avec une amélioration par rapport à la tendance passée. Dans un cas comme dans l'autre, l'observation d'une progression (ou d'une accélération de tendance) peut néanmoins être due à des facteurs externes comme des événements interférents ou un effet de maturation (par exemple, une prise en compte de problématiques ESG une fois une taille critique dépassée par les entreprises).

Nous observons que cela devient une pratique relativement courante pour les fonds à impact de présenter les changements longitudinaux des KPI d'impact de leurs sous-jacents dans leurs rapports d'impact annuels. Une bonne pratique serait de présenter ces changements à partir d'une base de comparaison ainsi qu'en fournissant un lien détaillé entre leurs actions en tant que fonds et les résultats observés.

Nous considérons que cette approche basique constitue une amorce d'évaluation d'impact intéressante. Toutefois, lorsqu'elle est utilisée isolément, elle s'avère, selon le groupe de travail, insuffisante pour quantifier l'impact du fonds ou démontrer la contribution additionnelle du fonds.

## LA COMPARAISON À UN OBJECTIF

Cette approche n'est pas à proprement parler une méthode d'évaluation d'impact dans la mesure où elle ne cherche pas à identifier un point de comparaison qui servirait de scénario contrefactuel (même rudimentaire). **À la place, les résultats extra-financiers observés au niveau des sous-jacents sont comparés à des objectifs fixés ex ante par le fonds.** Cette méthode vise davantage à offrir un cap au gérant du fonds, lequel (lorsque l'objectif est suffisamment ambitieux) est censé motiver la mise en place d'actions à potentiel d'impact. Faute de comparables dans le temps ou l'espace, cette méthode ne permet pas en soi d'étayer l'additionnalité du fonds dans les résultats obtenus. En revanche, lorsqu'elle est combinée à d'autres méthodes, elle peut participer à un faisceau de preuves convaincant de l'impact du fonds. Par ailleurs, pour l'incitation et la transparence qu'ils offrent, la fixation, le suivi et le reporting d'objectifs extra-financiers au niveau des sous-jacents constituent une pratique considérée comme nécessaire pour les fonds à impact<sup>12</sup>.

Tout en étant imparfaites, les trois méthodes présentées dans cette section constituent la première étape d'une démarche d'évaluation de l'impact d'un fonds en vue d'aller, ensuite, vers des approches plus robustes. Elles constituent **un premier horizon méthodologique a priori atteignable, dès aujourd'hui, pour les fonds à impact.**

<sup>12</sup> Voir la définition de la finance à impact, [accessible ici](#)

## Focus : la méthodologie COMPASS du Global Impact Investing Network (GIIN) pour comparer et évaluer l'impact des investisseurs

Publié en mai 2021, le guide investisseur relatif à cette méthodologie propose une approche quantitative permettant aux investisseurs de maximiser leur impact dans le processus d'investissement.

L'objectif est de permettre aux acteurs du marché de comparer l'impact social et environnemental des investissements qui peut «raisonnablement» leur être attribué, sans perdre de vue le rôle premier joué par les sous-jacents dans cet impact.

**Plus qu'un outil de communication externe, ces indicateurs visent à être utilisés en interne dans la décision d'investissement, en comparaison à des indicateurs passés, à des benchmarks de marché, à des pairs, ou encore en relativisant par rapport à l'ampleur du changement requis pour répondre aux enjeux de développement durable.**

Trois indicateurs standardisés sont proposés par thème d'impact :

→ **Echelle («Scale»)** : impact en valeur absolue sur chacun des thèmes d'impact (ex. nombre de clients bénéficiaires de services financiers inclusifs, hectares de terres cultivées durablement), pouvant faire l'objet d'une fixation d'objectif vis-à-vis du sous-jacent sur la période de l'investissement ;

→ **Rythme («Pace»)** : taux de croissance annuel moyen de cet impact, comparable au taux de croissance moyen du marché mais également au taux de croissance requis pour atteindre les objectifs de développement durable (ex. une croissance annuelle moyenne de 12% des individus ayant accès à de l'eau potable) ;

→ **Rendement («Efficiency»)** : impact par montant investi permettant de nuancer l'impact créé selon le stade de développement des entreprises sous-jacentes, les classes d'actifs, les pays, ou d'autres facteurs (ex. 610 individus supplémentaires ayant accès à de l'eau potable en moyenne chaque année pour 100 000 USD investi).

**Une base de données collaborative est en cours de constitution par le GIIN, encourageant un partage de données volontaire entre ses membres.** Les premiers thèmes d'impact pour lesquels des données sont disponibles sont l'accès à la finance et l'agriculture. Les travaux sont en cours sur le thème de l'énergie.<sup>13</sup>

<sup>13</sup> Pour plus d'information : [thegiin.org/research/publication/compass-the-methodology-for-comparing-and-assessing-impact/](https://thegiin.org/research/publication/compass-the-methodology-for-comparing-and-assessing-impact/)

## II. LES MÉTHODES QUANTITATIVES «CONTREFACTUELLES»

Les méthodes quantitatives contrefactuelles sont des approches économétriques expérimentales (c'est-à-dire qui recréent dans la vie réelle les conditions d'une expérience en laboratoire) ou quasi-expérimentales qui permettent d'évaluer avec une grande précision ce qu'auraient été les résultats sans une action donnée. L'objectif est donc de créer avec une grande rigueur un contrefactuel, c'est-à-dire un scénario «bis» dans lequel l'action évaluée n'a pas été effectuée.

L'objectif de ces méthodes est à chaque fois d'assurer l'utilisateur de la significativité statistique des effets observés. En pratique, **elles réclament toutes des échantillons très larges** (plusieurs centaines de sous-jacents dans le portefeuille et le portefeuille de contrôle), condition sine qua non pour réduire à un niveau acceptable le risque de faux positifs (conclure à tort que le fonds a eu de l'impact) et de faux négatifs (conclure à tort que le fonds n'a pas eu d'impact).

### LES ESSAIS RANDOMISÉS CONTRÔLÉS

Cette méthode expérimentale, popularisée auprès du grand public par les travaux d'Esther Duflo, implique de sélectionner au hasard les groupes de traitement et de comparaison et de les isoler d'autres interventions susceptibles d'affecter les résultats observés. Lorsque la randomisation est mise en œuvre sur un échantillon suffisamment large, la seule différence en moyenne entre les groupes de traitement et de contrôle est que ce dernier n'a pas reçu l'intervention. Les caractéristiques observées et non observées dans les deux groupes sont censées être similaires et les différences de résultats observées entre les deux groupes peuvent être uniquement attribuées au traitement. Cette approche expérimentale est souvent présentée comme l'étalon-or de l'évaluation dans la mesure où elle seule pourrait assurer l'absence de biais de sélection et démontrer une relation causale entre l'intervention et les résultats observés. La contrepartie est qu'elle est très lourde à mettre en place et implique des précautions méthodologiques (la randomisation) largement incompatibles avec la pratique des fonds d'investissement (qui, bien évidemment, ne sélectionnent pas aléatoirement leurs participations!).

Les deux méthodes qui suivent sont dites quasi-expérimentales car elles lèvent la contrainte de randomisation, tout en permettant une sélection fine du groupe de contrôle.

### L'APPARIEMENT (MATCHING)

L'appariement consiste à comparer les résultats du groupe traité (les sous-jacents en portefeuille) à ceux de comparables, sélectionnés pour chaque unité, en fonction de caractéristiques observées. L'idée principale est de choisir pour chaque unité (sous-jacent), un jumeau statistique parmi l'échantillon de comparables possibles. Ils doivent être identiques dans toutes les caractéristiques pertinentes (observables). Il s'agit d'une exigence très forte et nécessite d'excellentes données descriptives. Par conséquent, si le nombre de caractéristiques pertinentes est élevé, il peut être très difficile de trouver une correspondance exacte et il s'ensuit que toutes les unités traitées (sous-jacents en portefeuille) ne pourront peut-être pas être appariées avec une unité non-traitée (un sous-jacent comparable). Une solution pour surmonter cette difficulté consiste à s'appuyer sur une variante de la méthode appelée «appariement selon le score de propension» (*propensity score matching*),

qui agrège et résume toutes les informations sur les caractéristiques observées dans un indice et choisit pour chaque unité traitée le comparable le plus proche selon cet indice. Dans tous les cas, s'il existe des différences non observables dans les caractéristiques des unités traitées et non-traitées (les sous-jacents en portefeuille et leurs jumeaux assignés) qui affectent les résultats observés, l'évaluation restera biaisée.

## LA MÉTHODE DES DOUBLES DIFFÉRENCES

**Cette méthode est à comprendre comme le croisement de deux méthodes quantitatives «basiques» présentées précédemment : la comparaison sectorielle et la comparaison à la tendance.** Ce croisement assure une plus grande robustesse des résultats obtenus en annulant certains des biais méthodologiques associés à chacune des deux méthodes basiques. La méthode des doubles différences utilise les données de résultats (extra-financiers) recueillies avant et après l'investissement pour les groupes de traitement (les sous-jacents en portefeuille) et de contrôle (le portefeuille comparable). La méthode suppose de créer un groupe de contrôle qui, au global, a affiché dans le passé **une tendance temporelle parallèle** à celle des titres en portefeuille (par exemple, une réduction de 5% par an de l'intensité carbone sur les cinq années précédant l'investissement) même si, en niveau, les deux groupes peuvent se retrouver dans des situations différentes au moment de l'investissement (les titres en portefeuille affichant par exemple une intensité carbone inférieure de 30% au portefeuille de contrôle). Le critère d'une tendance parallèle temporelle a pour but de s'assurer que les deux groupes ont des caractéristiques observables et non observables similaires. L'idée centrale de cette méthode est de chercher à observer s'il y a eu une inflexion de tendance pour les titres du portefeuille qui ne se retrouverait pas dans le portefeuille de contrôle. Une limite pratique importante de cette méthode est qu'elle réclame des données pour les groupes traités et témoins sur plusieurs périodes avant et après l'investissement.

## B. LES MÉTHODES QUALITATIVES

Les analyses qualitatives offrent des informations riches et précieuses qui ne sont pas accessibles avec des méthodes quantitatives. Ces méthodes permettent de donner la parole aux parties prenantes (par exemple, les dirigeants des sociétés investies) pour qu'ils livrent leurs points de vue sur un résultat observé. Les méthodes qualitatives aident également à identifier et à comprendre les multiples facteurs qui peuvent influencer le succès d'une démarche d'impact. Et, surtout, les méthodes qualitatives peuvent aider à interpréter les résultats quantitatifs en expliquant les mécanismes (faisant intervenir des facteurs internes et externes) qui ont conduit aux résultats observés, et en cela aider à qualifier l'éventuelle causalité et additionnalité des actions d'impact déployées.

**Si les méthodes quantitatives fournissent une estimation du «combien», les méthodes qualitatives livrent des détails précieux sur le «comment». Ces différences rendent les deux types d'approche – quantitatives et qualitatives – extrêmement complémentaires.**

## I. LES MÉTHODES QUALITATIVES «BASQUES»

### LES ENQUÊTES

Il s'agit ici, par exemple, de sonder via un questionnaire les bénéficiaires de l'action évaluée (par exemple les dirigeants des sociétés investies) sur leur appréciation de l'action déployée (l'intervention du fonds) et de ses effets. D'autres parties prenantes (d'autres investisseurs, des experts, etc.) peuvent également être sollicitées. Les questions tournent alors autour de la causalité des actions du fonds et sur leur additionnalité.

### LES INTERVIEWS

Par rapport aux enquêtes, les interviews requièrent des entretiens personnels avec les parties prenantes qui permettent une discussion plus interactive et l'approfondissement des réponses fournies.

Comme les méthodes quantitatives, les méthodes qualitatives peuvent impliquer des biais méthodologiques lorsque les processus ne sont pas soigneusement définis. Ces biais peuvent s'immiscer au niveau de la sélection des participants (biais de sélection), du comportement du sondeur (biais de positionnement des questions, de formulation des questions et réponses, de confirmation dans l'interprétation des réponses, etc.) ou du comportement des sondés (biais d'acquiescement, de désirabilité sociale, etc.).

Une autre limite importante est la difficulté à questionner l'additionnalité via des outils qualitatifs. Faute de scénario contrefactuel évident, les répondants auront de fait des difficultés à se prononcer avec justesse sur cette dimension.

## II. LES MÉTHODES QUALITATIVES «STRUCTURÉES»

Les méthodes qualitatives «structurées» organisent la collecte des réponses d'une manière très organisée qui tente d'éliminer les biais classiques des entretiens qualitatifs. **Par exemple, le Protocole d'évaluation d'impact qualitatif (QuIP)** est une approche d'évaluation d'impact développée à l'Université de Bath qui utilise un processus qui garantit que les enquêteurs et les répondants ne reçoivent aucune information sur l'investissement à impact évalué (procédure en double aveugle) susceptible d'influencer leur analyse.

Au lieu de cela, l'analyse d'impact se base sur l'attribution autodéclarée de l'impact lors des récits fournis par les sondés. Les personnes interrogées (par exemple des dirigeants ou des managers des entreprises investies) se voient poser une série de questions concernant les thèmes d'impact, en commençant par des questions ouvertes qui sont ensuite prolongées par des questions fermées. Le processus de causalité est spécifiquement abordé lorsque les évaluateurs identifient et codent les déclarations de cause à effet fournies par les personnes interrogées, divisées en attributions explicites et implicites aux actions du fonds. QuIP évalue également l'additionnalité en examinant les déclarations concernant les facteurs externes (qui n'étaient pas liés aux actions du fonds), de sorte que l'attribution de l'impact ne soit pas surestimée.



## C. LES MÉTHODES LOGIQUES

Il existe enfin une troisième famille de méthodes: **les méthodes logiques de validation de la Théorie du Changement** (la TOC, pour Theory of Change). La TOC est une théorie qui relie des actions mises en place avec des résultats escomptés via des objectifs intermédiaires. Le but des méthodes logiques appuyées sur la TOC est de valider chaque objectif intermédiaire fixé *ex ante*. Cette vérification étape après étape du scénario, lorsqu'elle est validée, laisse augurer que l'action a bien participé au résultat final car toutes les étapes intermédiaires de ce scénario se sont bien réalisées.

Comme les méthodes qualitatives, les méthodes d'évaluation d'impact basées sur la théorie du changement contrastent avec l'approche de type «boîte noire» des méthodes quantitatives. Ces dernières rapportent souvent uniquement une évaluation quantitative de l'impact, s'intéressant à la significativité statistique de l'effet-type observé, mais ne tentent pas de répondre aux questions du «pourquoi» et du «comment». En détaillant étape par étape le scénario qui a conduit des actions aux résultats, les méthodes logiques offrent une vue précise des processus à l'œuvre. Elles sont en cela, elles aussi, extrêmement complémentaires des approches quantitatives.

La méthode d'évaluation de l'impact par validation de la théorie du changement prolonge, en y associant un processus rigoureux, l'approche proposée par Impact Frontiers qui vise à qualifier une action de «contribution de l'investisseur» si l'investisseur peut fournir «un récit plausible» reliant ses actions spécifiques à des changements précis dans les résultats qui n'auraient probablement pas eu lieu autrement. Ce «récit plausible» sera idéalement éclairé par les points de vue des parties prenantes touchées.<sup>14</sup>

---

<sup>14</sup> Voir le document « Définitions, stratégies, communication et modèles de reporting relatifs à la contribution de l'investisseurs » – consultation en cours pour une publication Q3 2023.

## 4. ÉVALUATION DES DIFFÉRENTES MÉTHODES POSSIBLES

La matrice ci-dessous évalue les différentes méthodes présentées plus haut selon une liste de huit critères sélectionnés par le groupe de travail. Les quatre premiers critères évaluent les difficultés pratiques associées aux différentes méthodes (sur une échelle de --- à 0) tandis que les quatre derniers s'intéressent à la qualité des résultats obtenus (sur une échelle de 0 à +++).

**Tableau 1 : matrice d'analyse des méthodes d'évaluation de l'impact**

		Méthodes quantitatives basiques			Méthodes quantitatives contrefactuelles			Méthodes qualitatives basiques		Méthodes qualitatives structurées	Méthodes logiques
		Comparaison sectorielle	Comparaison à la tendance	Comparaison à un objectif	ERC	Matching	Doubles différences	Enquêtes	Interviews	Interviews structurées	Analyse de contribution
Process	Coût	-	-	-	-	--	--	-	--	--	--
	Technicité / difficulté pratique	-	-	-	--	--	--	-	-	--	--
	Besoin en données propres (descriptives et impact) (pré- et post-investissement)	-	--	-	-	--	--	0	0	0	-
	Besoin en données sur les comparables (descriptives et impact) (pré- et post-investissement)	-	0	0	-		--	0	0	0	0
Résultats	Capacité à démontrer la causalité	+	+	+	+++	++	++	+	++	+++	+++
	Capacité à démontrer l'additionnalité	+	+	0	++	++	++	+	+	++	+
	Capacité à quantifier l'effet total (agrégation et pondération)	+++	+++	0	0	+++	0	0	0	0	0
	Capacité à renseigner la significativité statistique de l'effet-type	0	0	0	+	+++	+++	0	0	0	0

La matrice fait ressortir les points faibles et points forts des différentes méthodes. Il apparaît nettement que les méthodes quantitatives contrefactuelles se distinguent des autres méthodes en affichant simultanément les plus grandes difficultés pratiques dans la mise en œuvre et la plus grande qualité de résultats obtenus.

## 5. RECOMMANDATIONS DE BONNES PRATIQUES

Sur la base des caractéristiques propres aux différentes méthodes, le groupe de travail s'est entendu sur une hiérarchisation de combinaisons de méthodes, du niveau 1 (le moins convaincant) ou niveau 5 (le plus convaincant). Ces combinaisons, qui à chaque fois reposent sur un maximum de deux méthodes, reflètent la complémentarité entre méthodes quantitatives d'une part et qualitatives ou logiques d'autre part et les différences de robustesse entre méthodes «basiques» et plus sophistiquées.

**Tableau 2 : proposition de combinaisons de méthodes d'évaluation de l'impact**

Le groupe de travail voit le niveau 2 comme un niveau minimum à considérer dès aujourd'hui pour une mise en application dans un futur proche pour les fonds à impact.

Niveau 1	Niveau 2	Niveau 3	Niveau 4	Niveau 5
Une méthode quantitative «basique»	Une méthode quantitative «basique» + une méthode qualitative «basique»	Une méthode quantitative «contrefactuelle» <b>OU</b> Une méthode quantitative «basique» + une méthode qualitative «structurée» <b>OU</b> Une méthode quantitative «basique» + une méthode logique	Une méthode quantitative «contrefactuelle» + une méthode qualitative «basique»	Une méthode quantitative «contrefactuelle» + une méthode qualitative «structurée» <b>OU</b> Une méthode quantitative «contrefactuelle» + une méthode «logique»

Nous reconnaissons que la grande majorité des fonds à impact n'ont à l'heure actuelle pas mis en place des méthodes leur permettant de valider ce niveau 2. **Cela étant, il nous semble que cette marche est atteignable pour le plus grand nombre de ces fonds à impact, dans la mesure où le niveau 2 n'implique pas des méthodes particulièrement sophistiquées et/ou coûteuses** (cf. sections 3 et 4). Pour rappel, les méthodes quantitatives «basiques» incluent la comparaison sectorielle, à la tendance ou à un objectif tandis que les méthodes qualitatives «basiques» reposent sur des enquêtes ou des entretiens auprès des entreprises du portefeuille autour de l'intervention du fonds et de ses effets.

Par ailleurs, le groupe de travail préconise d'envisager un relèvement à moyen terme du niveau minimum au niveau 3 en parallèle du renforcement des connaissances chez les sociétés de gestion (et plus généralement dans tout l'écosystème financier) concernant les différentes méthodes d'évaluation de l'impact et de la disponibilité croissante des données.

# CONCLUSION

L'intérêt d'une évaluation rigoureuse de l'impact des fonds se revendiquant de l'investissement à impact est multiple, comme cela a été rappelé dans l'introduction. Des méthodes rigoureuses existent déjà, développées progressivement depuis plusieurs décennies dans des champs extérieurs à la finance, et qui requièrent maintenant une adaptation aux produits financiers.

Les retours d'expérience des membres du groupe de travail ainsi que les interviews de praticiens menées dans le cadre du groupe de travail montrent qu'aujourd'hui les sociétés de gestion et les investisseurs institutionnels sont encore peu avancés sur cette question, faute de compétences techniques spécifiques aux méthodes présentées (voire également des incitations substantielles à utiliser ces méthodes selon certains membres du groupe de travail). Les sociétés de gestion semblent (relativement) plus avancées pour ce qui est de la mesure de l'impact des sous-jacents même si elles ne communiquent pas nécessairement sur les méthodes et outils utilisés.

Globalement, il nous apparaît que la finance peut encore beaucoup progresser dans la mesure de son impact, notamment en intégrant les méthodes les plus sophistiquées, lesquelles sont encore largement méconnues à l'exception de segments très particuliers qui les utilisent régulièrement (en premier lieu, les investisseurs en contrats à impact).

**Afin de faire progresser l'état actuel des savoirs et pratiques, nous avons identifié les leviers suivants comme étant déterminants pour faire progresser significativement les usages en matière de mesure de l'impact des fonds au sein des sociétés de gestion :**

- Une demande spécifique de la part des clients institutionnels;
- Un cadre reconnu et partagé via le développement d'un label Impact ou via des engagements formels (comme la Charte d'impact de l'IFD) et, par la suite, à mesure que les pratiques se seront étoffées et diffusées, une précision réglementaire concernant les méthodes à appliquer (en parallèle de la disponibilité grandissante des données) et un référencement réglementaire des bonnes pratiques constatées<sup>9</sup>.
- Enfin, les freins repérés dans le cadre de ce groupe de travail nous amènent à proposer une liste de recommandations complémentaires susceptibles, selon nous, de fluidifier la montée en compétences de l'écosystème :
- La formation des équipes internes des fonds «à impact» à la question de l'évaluation de l'impact du fonds,
- L'adoption de normes de place autour de pratiques simples à mettre en œuvre par les sociétés de gestion,
- La création de ponts avec d'autres disciplines (philanthropie, politiques publiques) via des forums interdisciplinaires ou via l'intervention d'experts de ces disciplines au sein des sociétés de gestion,
- La pédagogie autour de l'impact et de la mesure auprès des investisseurs institutionnels et individuels afin d'élever le niveau de connaissance de toutes les composantes de l'écosystème.

# REMERCIEMENTS

---

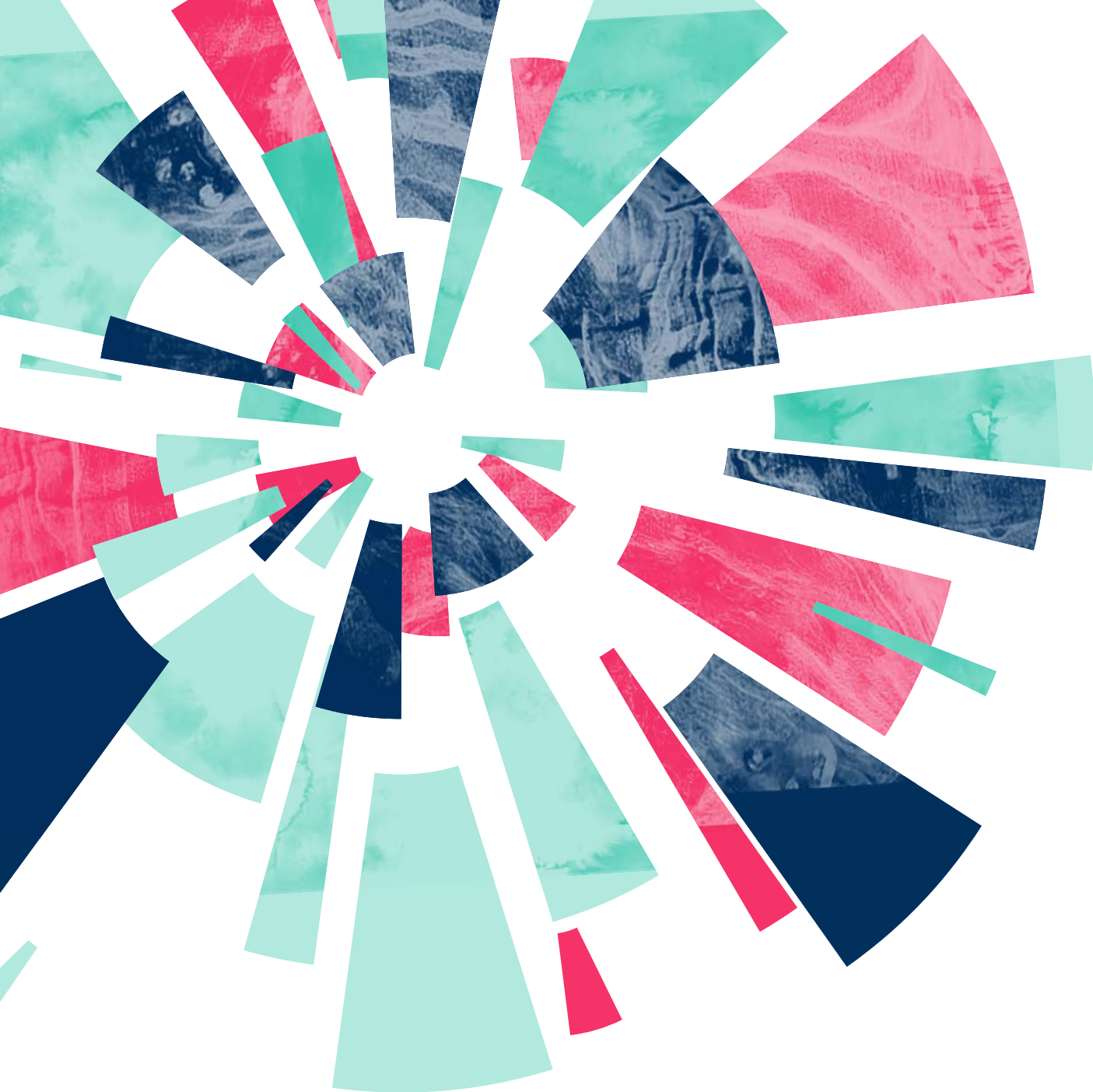
Ces travaux ont été initiés dans le cadre du Groupe de Place de l'Institut de la Finance Durable (IFD) sur la finance à impact. Les travaux de rédaction ont été menés par **Mickaël Mangot** (2 Degrees Investing), principal contributeur pour ce livrable, ainsi que les co-pilotes du sous-groupe, **Jean-Michel Lécuyer** (INCO Ventures) et **Thierry Sibieude** (ESSEC) avec la contribution de **Philippe Taffin** (France Assureurs) et **Adina Gureau Audibert** (AFG).

La production de ce document a été rendue possible par la participation de l'ensemble des membres du Groupe de Place Impact, et particulièrement la mobilisation des membres actifs et relecteurs du sous-groupe que nous remercions sincèrement et chaleureusement: **Lenny Kessler** (WHYO et CMI Stratégies); **Jean-Bernard Ott** (Caisse d'Assurance Vieillesse des Pharmaciens); **Jocelyne Ozdoba** (Blue Like an Orange Capital).

POUR PLUS D'INFORMATIONS

**CONTACTS**  
**INSTITUT DE LA**  
**FINANCE DURABLE**

[impact@ifd-paris.com](mailto:impact@ifd-paris.com)



**INSTITUT  
DE LA FINANCE  
DURABLE**

PARIS EUROPLACE

GROUPE DE PLACE IMPACT

**COMMENT UN FONDS  
D'INVESTISSEMENT  
PEUT-IL MESURER SON IMPACT ?**

ÉTAT DES LIEUX ET RECOMMANDATIONS

---

Janvier 2024