

Haute École ICHEC – ISC – Saint Louis – ISFSC



BRUSSELS MANAGEMENT SCHOOL

Enseignement supérieur de type long de niveau universitaire

**Étude de la mesure d'impact et analyse des pratiques de l'*impact investing*.
Immersion au sein de Scale Up, fonds finançant des entreprises évoluant dans
les systèmes d'alimentation durables.**

Mémoire présenté par
BOUFFARD Gustave
Pour l'obtention du diplôme de
Master en Gestion de l'Entreprise

Année académique 2020-2021

Promoteur :
Madame Christel Dumas

Boulevard Brand Whitlock 2 – 1150 Bruxelles

Remerciements

Dans le cadre de la réalisation de ce travail, je tiens particulièrement à remercier dans un premier temps Madame Dumas, qui m'a encadré, suivi, conseillé et accompagné tout au long de mon travail. Son appétence à toujours vouloir pousser la réflexion plus loin, ses connaissances, son engagement ainsi que sa disponibilité ont été très bénéfique à l'aboutissement de ce travail.

Ensuite, je souhaite remercier les administrateurs du fonds Scale Up, à savoir Emmanuel Hupin, Jean-Didier Boucau, Stéphane Charlier et aussi Valérie Baroen qui m'ont accueilli chaleureusement (virtuellement) dans leur équipe pendant une période de trois mois. La crise sanitaire nous aura malheureusement empêché de travailler en présentiel mais j'ai malgré cela, été bien intégré dans l'équipe de Scale Up. Je tiens particulièrement à remercier Olivier Van Cauwelaert, CEO de Scale Up, pour sa disponibilité, sa considération et pour son implication à mon égard.

Enfin, je remercie mes amis et proches Ilya Safran et Charlotte Dantin pour leur soutien permanent et leurs encouragements qui ont aidé à la réussite de ce travail.

Résumé du mémoire

Dans un contexte européen de Green Deal et avec l'augmentation des préoccupations liées à l'environnement, au social et plus généralement au sociétal, les investissements dits responsables ou durables et les investissements à impacts sociaux positifs (*impact investing*) génèrent de plus en plus d'intérêt. Grâce à leurs investissements, les fonds ou autres intermédiaires financiers spécialisés en impact investing ont la particularité de rechercher une double création de valeur (sociale et/ou environnementale en plus d'un retour financier) et de mesurer l'impact sociétal obtenu. Malgré le fait que l'impact investing soit un terme apparu en 2007, et que de nombreux outils qui cherchent à standardiser la mesure d'impact aient vu le jour, la mesure de l'impact en elle-même reste un défi scientifique et méthodologique majeur quel que soit le domaine d'activité. En partant de ce constat, nous tenterons de répondre à la question de recherche suivante : Comment améliorer la méthodologie de mesure d'impact d'un fonds finançant des entreprises évoluant dans les systèmes d'alimentation durables ?

Ce travail de recherche consiste, dans un premier temps, à rédiger une revue de littérature qui aura pour but de replacer l'impact investing dans la finance durable. En effet, nous estimons important de faire ce cadrage face aux mauvaises utilisations et perceptions du terme *impact investing*. Ensuite, il s'agira de donner un aperçu du cadre européen concernant les investissements durables et à impact puis nous décrirons brièvement le marché de l'impact investing afin d'apprécier son évolution. Toujours dans la revue de littérature, nous nous intéresserons aux principaux outils, méthodes et lignes directrices qui sont les plus utilisés dans la mesure d'impact dans le cadre de l'impact investing. Nous avons classé ces différents outils en quatre catégories. Enfin, nous mettrons en lumière les différents challenges et défis majeurs auxquels font face les praticiens de la mesure d'impact.

Dans un second temps, nous ferons une étude empirique dans laquelle nous évaluerons les pratiques, méthodologies, et défis rencontrés par plusieurs fonds d'investissement et autres acteurs de l'impact investing quant à la démarche de mesure d'impact afin de mettre en perspective et de comparer les résultats des chercheurs décrits dans la première partie. Pour se faire, nous avons élaboré un questionnaire auquel un échantillon de 22 acteurs de l'impact investing a répondu. Nous avons également pu nous entretenir avec trois de ces acteurs pour obtenir des réponses plus précises quant à leurs pratiques.

Enfin, en partant du constat que la mesure d'impact peut se faire de deux manières : soit de manière standardisée (via un outil existant), soit de manière personnalisée (sur-mesure), nous créerons un prototype d'outil de mesure et d'analyse d'impact qui répond aux besoins d'un fonds en particulier. Nous ferons cela en utilisant les connaissances acquises grâce aux précédentes parties, mais aussi en s'immergeant au sein d'un fonds d'impact investing bruxellois (Scale Up) spécialisé dans le financement d'entreprises évoluant dans les systèmes d'alimentation durables.

Les résultats obtenus tout au long de ce travail permettront au milieu académique d'avoir une meilleure vision de l'état d'avancement du secteur de l'impact investing et d'éclaircir les praticiens sur les tendances du moment en termes de mesure d'impact. Ces résultats seront également utiles pour le fonds Scale Up dans la mesure où une vraie base d'outil de mesure d'impact adaptée aux besoins du fonds sera créée. Enfin ce travail mettra en lumière la méthodologie utilisée pour créer un outil de mesure d'impact sur-mesure. Nous pensons que cette dernière partie peut apporter une contribution aux praticiens de la mesure d'impact car la méthodologie utilisée et expliquée peut-être répliquée par d'autres acteurs de l'impact investing.

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION	1
I) REVUE DE LITTERATURE.....	6
1) FINANCE DURABLE : REDEFINITION DES INVESTISSEMENTS SOCIALEMENT RESPONSABLES ET DE L'IMPACT INVESTING.	6
1.1. <i>Impact investing : une stratégie d'investissements socialement responsables</i>	6
1.2. <i>Le nouveau cadre européen concernant les investissements durables dans le contexte du Green Deal (Taxonomie)</i>	15
1.3. <i>Le marché de l'impact investing.....</i>	18
2) L'ANALYSE, LA GESTION ET LA MESURE D'IMPACT	21
2.1. <i>La gestion d'impact.....</i>	22
2.2. <i>Les principaux outils, méthodes, bases et cadres utilisés pour la mesure d'impact.....</i>	29
2.3. <i>Challenges rencontrés dans la mesure d'impact.....</i>	40
3) CONCLUSION	42
II) ÉTUDE EMPIRIQUE : ANALYSE DES PRATIQUES, DES METHODOLOGIES ET DES DEFIS RENCONTRES PAR LES PRATICIENS	44
1) DESCRIPTION DE LA METHODOLOGIE UTILISEE.....	44
2) QUESTIONNAIRE.....	45
2.1. <i>Description de l'échantillon, des types d'entreprises interrogées et leurs activités</i>	45
2.2. <i>Analyse des données concernant la gestion de l'impact et les outils utilisés.....</i>	47
3) ENTRETIENS.....	56
4) CONCLUSION	60
III) CREATION D'UN OUTIL D'EVALUATION D'IMPACT POUR UN FONDS D'INVESTISSEMENT BELGE SPECIALISE DANS LE FINANCEMENT D'ENTREPRISES EVOLUANT DANS L'ALIMENTATION DURABLE : SCALE UP	
61	
1) CONTEXTE.....	61
2) PRESENTATION DE L'OUTIL CREE ET DE LA METHODOLOGIE UTILISEE POUR SCALE UP	63
2.1. <i>Méthodologie.....</i>	63
2.2. <i>COOPCITY CANVAS.....</i>	65
2.3. <i>Grille d'impact et méthodologie pour déterminer des KPIs d'impact</i>	66
2.4. <i>Suivi des participations et mesure d'impact.....</i>	73
2.5. <i>Impact du fonds</i>	76
3) LIMITES DE L'OUTIL, RECOMMANDATIONS D'UTILISATION ET PROCHAINES ETAPES A METTRE EN ŒUVRE	78
CONCLUSION	81
BIBLIOGRAPHIE	83

Table des figures

Figure 1 : Types de financement et organisations associées (Xhaufflair, 2019).

Figure 2 : Typologie des investissements durables (Busch et al, 2021).

Figure 3 : Interrelations entre Intentionnalité, Additionnalité et Mesure d'impact (FIR, France Invest, 2021).

Figure 4 : Plan d'actions de la Commission européenne et réglementations (AFG, 2020).

Figure 5 : Objectifs du NFRD et articles du texte (AFG, 2020).

Figure 6 : Types d'organisations actives en impact investing (GIIN, 2020).

Figure 7 : Actifs sous gestion par types d'organisations (GIIN, 2020).

Figure 8 : Concentration des portefeuilles par types d'actifs (GIIN, 2020).

Figure 9 : Le cycle continu des objectifs de mesure d'impact (So, Staskevicius, 2015).

Figure 10 : Les raisons de gérer et de mesurer l'impact (GIIN, 2020).

Figure 11 : Les cibles d'impact (GIIN, 2020).

Figure 12 : Les outils et structures utilisés pour la gestion et mesure d'impact (GIIN, 2020).

Figure 13 : Les Objectifs de Développement Durable (ONU, s. d.).

Figure 14 : La chaîne de valeur d'impact (Social Impact Investment Taskforce, 2014).

Figure 15 : Les cinq dimensions de l'IMP (Impact Management Project, s. d.).

Figure 16 : Les quinze catégories de données d'impact de l'IMP (Impact Management Project, s. d.).

Figure 17 : Secteurs visés par l'échantillon.

Figure 18 : Mesure d'impact et étapes du cycle d'investissement.

Figure 19 : COOPCITY CANVAS.

Figure 20 : Illustration de la méthodologie pour déterminer les KPIs d'impact.

Figure 21 : Illustration de la grille d'impact complète.

Figure 22 : Partie 1 de la grille d'impact.

Figure 23 et 24 : Représentation graphique de l'impact.

Figure 25 : Classification de l'impact de l'entreprise inspirée de l'IMP.

Figure 26 : Suite de la grille d'impact.

Figure 27 : Outil de suivi des participations en termes d'impact.

Figure 28 : Outil d'évaluation d'impact du fonds.

Introduction

Dans un contexte européen de Green Deal et avec l'augmentation des préoccupations liées à l'environnement, au social et plus généralement au sociétal, les investissements dits responsables ou durables ont le vent en poupe et les investissements à impacts sociétaux positifs (dont nous utiliserons le terme anglo-saxon « impact investing » par après) génèrent de plus en plus d'intérêt. En effet, que ce soit au niveau public, au niveau des investisseurs institutionnels, des fonds d'investissement, des plateformes de financements participatifs (et donc également au niveau des particuliers) ou autres intermédiaires financiers, les investissements durables qui vont au-delà du seul retour financier prennent de l'essor (Kölbel et al, 2020). D'ailleurs, en accord avec le Green Deal et afin d'atteindre les objectifs fixés par l'Union Européenne en matière de climat et d'énergie, la Commission Européenne a mis en place une Taxonomie au niveau européen afin de favoriser et de développer les pratiques d'investissements durables. Cette taxonomie a pour but d'établir un système de classification d'activités économiques durables afin d'aider les entreprises, les investisseurs, la société civile, les gouvernements à mieux comprendre et cerner ces activités et prendre des décisions d'investissements alignées aux objectifs précédemment cités (Commission européenne, s. d.). Cela montre bien que la finance durable est en progression et que de nombreux acteurs se mobilisent afin d'améliorer les pratiques de ce secteur.

Du côté des entreprises, depuis le développement du concept de responsabilité sociale des entreprises (RSE), ces dernières essaient, soit de manière volontaire, soit par conformité (compliance), d'intégrer des enjeux extra-financiers dans leurs activités et donc dans leurs rapports annuels. Par enjeux extra-financiers nous entendons plus particulièrement la prise en compte des critères ESG qui correspondent aux enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance des entreprises. La RSE et les critères ESG sont des sujets assez controversés. Certains pensent qu'ils sont de simples outils de communication pour les entreprises et que celles-ci pratiquent le *greenwashing*, d'autres pensent que la RSE est une stratégie à suivre afin de limiter certains coûts et d'éviter certains risques liés aux enjeux précédemment cités. D'autres types d'entreprises, souvent des startups ou des PME engagées, vont quant à elles intégrer directement dans leur business model une offre, que ce soit un produit, un service ou un processus, qui va participer à l'atténuation d'un problème sociétal¹ majeur, et/ou alors avoir un business model durable basé sur l'impact (positif), que ce soit au niveau économique, environnemental, social, sociétal ou de la gouvernance. Ce type d'entreprises inclut les entreprises sociales mais aussi les entreprises « à mission² ». Ces dernières, contrairement aux entreprises sociales qui génèrent peu ou pas de profits, ont la particularité de pouvoir générer du profit tout en participant à la résolution ou à l'atténuation d'un problème sociétal. On

¹ Nous utiliserons désormais le mot « sociétal » afin de regrouper les termes environnemental, social, sociétal et gouvernance.

² Nouveau terme et statut utilisé par le gouvernement français pour décrire une entreprise dont le business model intègre la résolution, ou participe à la résolution d'un problème sociétal.

parlera, pour les entreprises qui ont un impact sociétal positif significatif, d'entreprises à impact(s). Ces dernières vont donc aller chercher à créer une valeur hybride : économique et sociétale. On parle également d'entreprise qui ont une « *Triple Bottom Line* », c'est à dire qu'elles donnent autant d'importance aux profits, aux personnes et à l'environnement (ou les « 3 P » : *Profit, People, Planet*) (Viviani et Maurel, 2018).

Les entreprises à impact, qui sont souvent de jeunes entreprises, notamment des startups, des *scale ups*, et également des PME, ont comme toute autre entreprise « classique », des besoins de financements. Ces besoins peuvent être assouvis par des banques, des fonds d'investissement, des fonds de financement participatif, ou autres. Avec l'émergence des préoccupations liées aux critères ESG, et le développement des entreprises à impact, les intermédiaires financiers se dirigent de plus en plus vers des investissements durables. Ceci explique l'essor de la finance durable et puis de l'impact investing (dont nous expliquerons les différences plus tard dans ce travail).

Malgré le fait que l'impact investing soit un terme apparu en 2007, l'évaluation de l'impact généré par les investissements et les entreprises financées reste un défi scientifique et méthodologique majeur quel que soit le domaine d'activité (Fondation Carasso, 2019). En effet, étant donné que l'impact investing va se concentrer sur une double création de valeur (retour financier et impact sociétal), il est utile de savoir mesurer ces résultats afin de pouvoir les communiquer et de constater si les objectifs préalablement fixés ont été atteints. Pour l'aspect financier et économique, notre société est familière avec cet exercice. Nous savons depuis bien longtemps calculer un retour sur investissement ou tout autre indicateur financier relatif au financement de projet ou autre. En revanche, pour l'aspect sociétal, nous avons moins l'habitude et la tâche est plus complexe car il s'agit de donner une valeur à des résultats socio-environnementaux atteints par une organisation (Brest et Born, 2013). Selon la Fondation Carasso (2019), spécialisée dans l'accompagnement et le développement de projets alimentaires durables, lorsque l'on souhaite évaluer « l'impact sur la durabilité d'un système, une approche mobilisant sciences économiques, sciences de l'environnement et sciences sociales est requise ». Cette approche multidimensionnelle rend la démarche de mesure d'impact difficile quel que soit l'acteur concerné. Il existe en effet différents acteurs qui vont être intéressés par cette mesure d'impact. On retrouvera les porteurs de projets et entrepreneurs, les financeurs (États, banques, fonds d'investissement, particuliers, fondations, ...), les bénéficiaires ou clients d'un projet ou d'une entreprise, et plus généralement la société.

Dans ce travail nous allons nous intéresser à l'évaluation et mesure d'impact dans le cadre de l'impact investing.

De nombreuses organisations et projets tentent de standardiser et d'harmoniser la mesure d'impact mais les praticiens rencontrent encore des challenges et des défis pour mettre en place des outils efficaces et efficientes de gestion et de mesure d'impact. Les outils standardisés développés par ces organisations ne répondent pas toujours, et ne sont pas toujours adaptés,

aux besoins et ressources des acteurs de l'impact investing. Face à leur manque d'adaptabilité et de facilité d'implémentation, les outils standardisés sont souvent remplacés par des outils et/ou pratiques créés sur-mesure par les acteurs (notamment les fonds d'investissement). L'exercice de mesure d'impact, qualifié de travail encore en progression, nécessite donc d'être améliorer et des travaux de recherche doivent encore être effectués afin d'aider les praticiens dans leurs démarches. Ces enjeux nous ont motivé à réaliser ce travail de recherche et à tenter d'apporter des solutions quant aux nombreux défis rencontrés par les académiciens et praticiens du secteur de l'impact investing. Ce travail a donc pour objectif de faciliter la compréhension de l'impact investing et de la mesure d'impact, de fournir un aperçu complet des derniers outils utilisés et pratiques en vogue concernant la mesure d'impact, et de mettre en lumière les différents défis auxquels font face les acteurs du secteur. Enfin, ce travail tente d'apporter une contribution en expliquant comment un outil de mesure d'impact sur-mesure pourrait être créé. La méthodologie utilisée et expliquée dans ce travail pourrait être répliquée et adaptée par d'autres acteurs pour qu'ils créent leur propre outil. Cette méthodologie leur servirait donc de base et pourrait aider les praticiens à se lancer dans leur démarche de mesure d'impact.

La création de cet outil prototype ainsi que la démarche utilisée pour le créer sont issues des recherches effectuées pour la revue de littérature, d'une étude de terrain menée auprès d'acteurs de l'impact investing et d'une immersion au sein d'un fonds d'investissement à impact bruxellois : Scale Up. Le travail effectué tend à répondre à la question de recherche suivante : comment améliorer la méthodologie de mesure d'impact d'un fonds finançant des entreprises évoluant dans les systèmes d'alimentation durables ?

Afin de répondre à cette question de recherche, ce travail s'organise en trois majeures parties : une revue de littérature, une étude empirique et une troisième partie dans laquelle nous apportons notre contribution et tentons de répondre concrètement à notre question de recherche par la création d'un outil prototype pour un fonds en particulier.

La revue de littérature a pour objectif de, dans un premier temps, face aux mauvaises utilisations et perceptions du terme *impact investing*, replacer ce type d'investissements dans le secteur plus large de la finance durable. Ensuite, cette partie revient sur le cadre européen qui tente de favoriser les investissement socialement responsables (dont l'impact investing) et d'encadrer les activités dites durables pour éviter notamment le *green washing*. Nous décrirons enfin brièvement l'évolution du marché de l'impact investing et nous focaliserons sur la gestion, l'analyse et la mesure d'impact. Cette dernière partie vise à faire un état des lieux des pratiques les plus communes et des outils les plus utilisés dans la démarche de mesure d'impact. Elle permet donc d'avoir un aperçu complet des tendances et des défis rencontrés par les académiciens et praticiens de la mesure d'impact dans le cadre de l'impact investing. Pour réaliser cette revue de littérature, nous avons effectué de nombreuses recherches, lu de nombreux articles scientifiques et de rapports provenant d'organisations spécialisées (comme le GIIN - Global Impact Investing Network - par exemple) et avons fait un condensé des dernières tendances.

Concernant la seconde partie, cette dernière consiste à se rapprocher du terrain et à analyser les pratiques, les méthodologies utilisées et les défis rencontrés par les acteurs de l'impact investing quant à la mesure d'impact. Pour se faire, nous avons rédigé un questionnaire anonyme que nous avons partagé sur des groupes spécialisés du réseau social LinkedIn, aux acteurs du réseau Solifin (réseau qui réunit les acteurs de l'impact investing en Belgique) puis aux acteurs français de l'impact investing en nous basant sur un annuaire provenant de France Invest et du Forum de l'Investissement Responsable (FIR) qui reprend la majorité des acteurs français de l'impact investing. Ces partages ont permis de récolter des réponses auprès de 22 acteurs, un échantillon assez réduit mais que nous savons fiable puisqu'il est exclusivement constitué d'experts de l'impact investing. Le questionnaire, créé à l'aide du logiciel Google Forms, a permis de récolter et d'analyser des données qualitatives mais aussi quantitatives. En plus du questionnaire, nous avons eu la chance de pouvoir échanger avec trois acteurs en visioconférence afin qu'ils nous en disent davantage sur leurs pratiques et sur les difficultés qu'ils rencontrent quant à la mesure d'impact.

Enfin, en ce qui concerne la troisième et dernière partie, grâce aux recherches effectuées pour la revue de littérature, aux données récoltées et analysées de la seconde partie, mais aussi et surtout grâce à notre immersion au sein du fonds d'investissement Scale Up, nous avons illustré une méthodologie de création d'outil et créé un outil prototype sur mesure pour le fonds en question. Notre immersion nous a permis de comprendre les enjeux précis du fonds d'investissement, d'échanger avec les administrateurs du fonds ainsi qu'avec d'autres experts du secteur pour créer un outil qui répond aux besoins et ressources de Scale Up. Cette troisième partie est l'aboutissement des deux premières et permet de répondre véritablement à notre question de recherche en donnant un exemple concret de comment améliorer la méthodologie de mesure d'impact d'un fonds d'investissement à impact.

Les résultats de ce travail nous montrent bien que le secteur de l'impact investing est en pleine évolution et que le marché est en plein essor. La définition d'un investissement à impact et les éléments qui le matérialisent sont désormais clairs et unanimes.

En ce qui concerne la mesure d'impact, nous avons constaté qu'il y a beaucoup de disparités en termes de pratiques. Nous pensons que cela s'explique notamment par les disparités de ressources disponibles, de moyens, de tailles et d'ancienneté des acteurs.

Malgré les travaux effectués pour tenter d'harmoniser et de standardiser au maximum les pratiques, beaucoup de fonds (la majorité de notre échantillon) préfèrent créer leurs propres outils plutôt que d'utiliser des outils standardisés. En effet, ces derniers ne répondent pas toujours aux besoins et aux ressources disponibles des acteurs et manquent d'adaptabilité et de pertinence dans certains cas.

Certaines parties de la revue de littérature ont été confirmées par la partie empirique mais d'autres ont été challengées et remises en question. Par exemple, nous avons pu constater que les challenges rencontrés par les praticiens de la mesure d'impact énumérés dans la première partie rejoignent ceux découverts dans la seconde. Nous avons également constaté que certains outils standardisés, plus flexibles et adaptables, ressortent fréquemment et sont

soit utilisés en tant que tel, soit ils servent de référence et/ou de source d'inspiration pour créer des outils sur-mesure. Nous retrouvons la majorité du temps les outils de théorie du changement (*theory of change*), l'IMP (Impact Management Project) ainsi que les ODD (Objectifs de Développement Durable) développés par l'ONU et IRIS+ développés par le GIIN (Global Impact Investing Network). Nous avons également bien compris que les acteurs de la mesure d'impact utilisent plusieurs outils pour gérer, analyser et mesurer l'impact tout au long du cycle d'investissement. Malgré les avancées des pratiques et le développement du marché de l'impact investing, la mesure d'impact reste un travail en état de progression et un défi scientifique et méthodologique majeur, les nombreux challenges énumérés par les praticiens en sont la preuve ainsi que les points d'ouverture de la revue de littérature (cf fin de la partie I).

Notre troisième partie est le résultat des deux premières et de notre immersion au sein du fonds Scale Up. Nous pensons que cette partie peut contribuer à l'avancement des pratiques et outils de mesure d'impact créés sur-mesure. L'outil créé pour le fonds Scale Up, inspiré des outils les plus utilisés, permet d'avoir un exemple d'outil construit sur une méthodologie réplicable par d'autres acteurs. Cet outil, qui se décompose en plusieurs sous-outils, permet d'analyser et de mesurer l'impact tout au long du cycle d'investissement.

Nous commencerons donc ce travail de recherche par la revue de littérature qui se décomposera en plusieurs sous-parties. Nous replacerons dans un premier temps l'impact investing dans le marché plus large de la finance durable. Nous reviendrons sur ce qui matérialise l'impact investing, sur le cadre européen de la finance durable et sur l'évolution et les caractéristiques du marché de l'impact investing. Nous consacrerons ensuite une grande partie à la gestion, l'analyse et la mesure d'impact en énumérant et analysant les outils les plus utilisés ainsi que les différents challenges auxquels font face les praticiens de la mesure d'impact.

Ensuite, notre seconde partie consistera à présenter notre étude empirique. Il s'agira dès lors de présenter et d'analyser les résultats obtenus grâce à notre questionnaire et nos entretiens et de mettre en perspective ces résultats avec nos recherches de la revue de littérature. Enfin, dans une troisième et dernière partie, nous présenterons l'outil d'évaluation et de mesure d'impact que nous avons créé pour le fonds Scale Up. Nous reviendrons sur la méthodologie utilisée pour créer l'outil ainsi que celle utilisée pour déterminer des indicateurs d'impact. Chaque partie de l'outil, qui recouvre dans leur ensemble tout le cycle d'investissement, sera expliquée.

I) Revue de littérature

1) Finance durable : redéfinition des investissements socialement responsables et de l'impact investing.

1.1. Impact investing : une stratégie d'investissements socialement responsables

Les investissements socialement responsables (ISR) et les investissements à impact (impact investing) vont s'intéresser aux performances financières et extra-financières des entreprises et à la création de valeur pour la société. Cependant, il est important de faire une distinction entre les deux types de stratégies d'investissement.

Selon J.Ormiston et al. (J.Ormiston et al. 2015), les investissements socialement responsables (ISR) sont basés sur l'intégration des critères ESG et ont avant tout pour but d'éviter les externalités négatives et de gérer les risques liés à ces critères. Les investisseurs procèdent la majorité du temps par un processus de sélection d'entreprises (screening) basé sur les critères ESG dans leurs analyses (Ormiston, 2015). De nos jours, la majorité des investisseurs, qu'il s'agisse d'investisseurs institutionnels, de fonds de pension ou de fonds d'investissements ont des classes d'actifs de ce type et développent de plus en plus ce type d'offre (Kölbl et al. 2020).

Les investissements à impact (impact investing), quant à eux, vont plus loin dans la recherche d'impacts extra-financiers et peuvent être considérés comme une évolution des ISR. En effet, même si l'impact investing fait partie des stratégies d'ISR (EUROSIF, s. d), il va se distinguer des autres stratégies car il va avoir pour objectif d'atteindre un impact sociétal définit et mesurable (Ormiston, 2015). L'impact investing se différencie cependant de la philanthropie car il cherche, en plus d'avoir un impact significatif, à dégager un retour financier. Il va chercher une double création de valeur : retour financier et impact sociétal (Ormiston, 2015). De plus, l'investisseur à impact va garder la propriété de son actif contrairement à un philanthrope.

Définition l'investissement durable et responsable (ISR) par EUROSIF :

« L'investissement durable et responsable ("ISR") est une approche d'investissement orientée vers le long terme qui intègre les facteurs ESG dans le processus de recherche, d'analyse et de sélection des titres au sein d'un portefeuille d'investissement. Il combine l'analyse et l'engagement fondamentaux avec une évaluation des facteurs ESG afin de mieux saisir les rendements à long terme pour les investisseurs, et de profiter à la société en influençant le comportement des entreprises. » (EUROSIF)

Définition de l'impact investing par le GIIN (Global Impact Investing Network) :

« Les investissements à impact sont des investissements réalisés dans l'intention de générer un impact social et environnemental positif et mesurable, ainsi qu'un rendement financier. Les

investissements d'impact peuvent être réalisés sur les marchés émergents et développés, et visent une gamme de rendements allant d'un taux inférieur à celui du marché à un taux de marché, en fonction des objectifs stratégiques des investisseurs.

Le marché croissant des investissements d'impact fournit des capitaux pour répondre aux défis les plus urgents du monde dans des secteurs tels que l'agriculture durable, les énergies renouvelables, la conservation, la microfinance et les services de base abordables et accessibles, notamment le logement, les soins de santé et l'éducation. » (GIIN)

Il est important de faire cette distinction car depuis l'apparition du terme impact investing en 2007, et malgré tous les travaux de recherche à son sujet et l'émergence de ce type d'investissement, l'absence d'une définition universelle a mené à quelques ambiguïtés (Höchstädter, Scheck, 2014). De plus, les investissements inscrits dans un contexte de finance durable sont souvent décrits par des termes différents, que ce soit dans la pratique ou dans la théorie (Busch et al., 2021). En effet, nous avons souvent entendu parler d'investissements éthiques, durables, sociales, d'investissements à impact, responsables ou encore d'investissements verts qui seraient eux plus orientés vers l'environnement. Le terme majoritairement utilisé est celui d'investissement durable car le terme « durable » est un terme qui parle à la plupart des gens, notamment avec l'émergence de la notion de développement durable et les objectifs de développement durable (ODD ou « SDGs » en anglais) fixés par l'ONU (Busch et al., 2021). Cependant l'investissement durable est un terme générique qui est utilisé pour décrire tout investissement qui intègre les dimensions ESG (Busch et al., 2021).

Le débat de savoir si un investissement est à cent pourcent durable, c'est à dire qu'il n'émet aucune externalité négative, n'a pas beaucoup de sens car l'activité économique d'une entreprise va potentiellement, à un moment ou un autre, être accompagnée de conséquences néfastes que ce soit au niveau environnemental et/ou social (Busch et al., 2021). Par contre, utiliser le terme d'impact investing pour décrire tout investissement dit durable n'est pas toujours correct. En effet, comme expliqué précédemment, l'impact investing va se concentrer sur des projets qui cherchent à participer à l'atténuation de dommages environnementaux ou à la résolution de défis sociaux existants. L'impact investing a aussi la particularité d'avoir une dimension de mesure d'impact sociétal. D'un autre côté, les acteurs de l'ISR vont quant à eux prendre en compte les critères ESG dans leurs décisions d'investissements en procédant par exclusion (screening) mais n'iront pas plus loin dans la recherche de double création de valeur (économique et sociétal) et de mesure d'impact.

Le Forum Européen de l'Investissement Social (EUROSIF) distingue différentes stratégies d'ISR sur le marché :

- Best-in-Class : Approche dans laquelle les entreprises les plus performantes en matière ESG parmi une certaine catégorie ou univers d'investissement définit à l'avance (secteur d'activité, marchés spécifiques, etc.) sont sélectionnées. On retrouve dans cette stratégie les *best-in-class*, *best-in-universe* et les *best-in-efforts*.

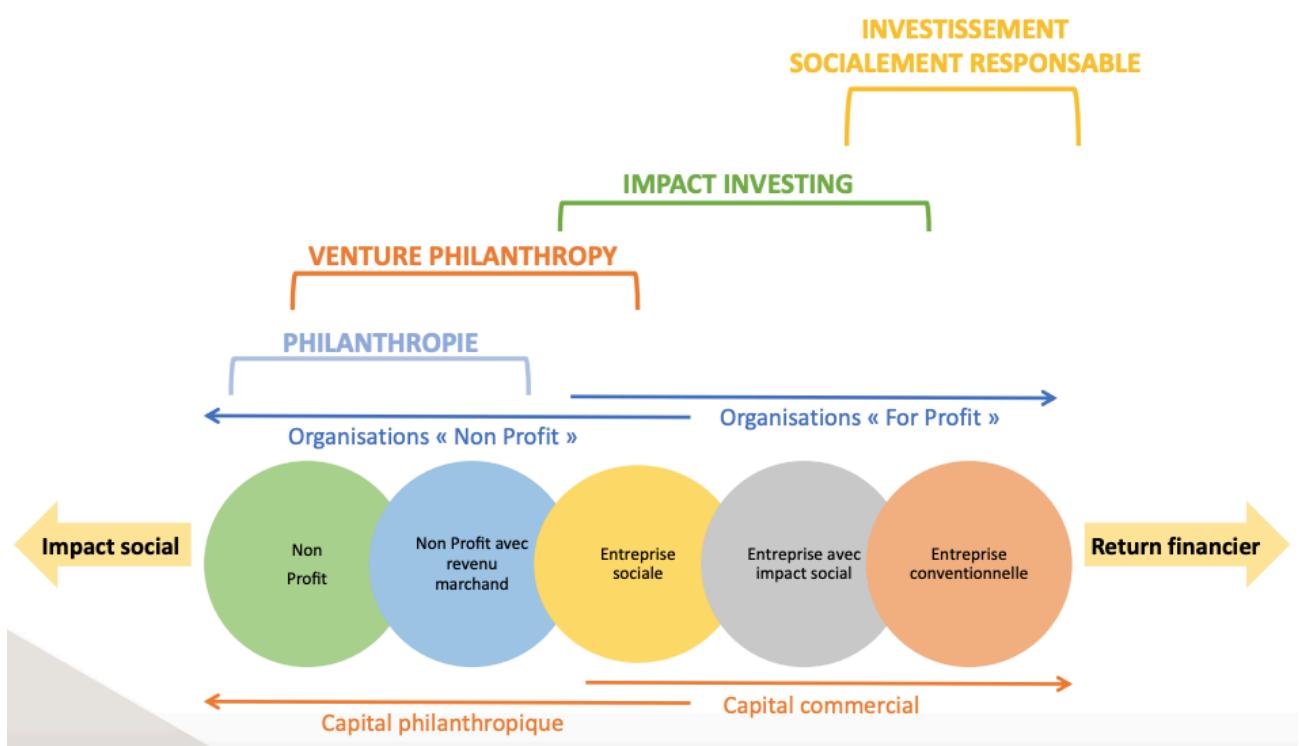
- *Engagement and Voting*: Approche dans laquelle les actionnaires vont essayer d'influencer la stratégie ESG des entreprises dans lesquelles ils ont investi lors des Conseils d'Administration par exemple.
- *ESG Integration*: Approche dans laquelle les managers d'actifs vont analyser les risques et opportunités liés aux critères ESG en plus de leur analyse financière traditionnelle. Cette analyse supplémentaire aura pour but d'affecter les décisions d'investissements.
- *Exclusions*: Approche dans laquelle on va exclure un certain type d'entreprises, de secteurs, de marchés. Par exemple, une banque peut décider de s'interdire de financer des fabricants d'armes, de tabac, de pornographie, etc.
- *Norms-based screening*: Approche qui va privilégier les investissements et les entreprises qui intègrent les critères ESG et des normes internationales comme le GRI (Global Reporting Initiative) ou le UN Global Compact.
- *Thematic*: Approche dans laquelle les managers d'actifs vont créer des fonds thématiques qui se focaliseront sur un marché spécifiquement lié au développement durable, comme par exemple les énergies renouvelables, la santé ou autre.
- *Impact investing*: Investissements réalisés dans l'intention de générer un impact social et environnemental positif et mesurable, ainsi qu'un rendement financier. (GIIN)

Nous voyons donc que l'impact investing entre dans la catégorie de la finance durable et des ISR mais il est tout de même important de le distinguer des six autres stratégies dans le sens où il va chercher à mesurer le retour social et environnemental généré par l'investissement (Reeder, Colantonio et al, 2015). P. Brest et K. Born (2013) définissent la pratique de l'impact investing comme « *le placement actif de capitaux dans des entreprises qui génèrent des biens, des services ou des avantages accessoires tels que la création de bons emplois, avec des rendements allant du très concessionnel au supérieur au marché* » (Brest et Born, 2013), où « actif » exclut les investissements négatifs (socialement parlant). Pour eux, un investisseur à impact a pour objectif de créer des résultats sociétaux positifs qui n'auraient pas eu lieu sans son investissement dans une entreprise sociale ou à impact.

L'initiative PRI (*Principles for Responsible Investment*) lancée par des investisseurs en collaboration avec l'Initiative financière du PNUE (Programme des Nations Unies pour l'Environnement) et le Pacte Mondial de l'ONU, distingue bien les investissements dits ESG de l'impact investing. En effet, cette initiative mentionne que les investissements dits ESG se concentrent sur la réduction des risques des investisseurs et des entreprises et permettent d'évaluer les performances non-financières des entreprises alors que l'impact investing va se focaliser sur les produits, les services et les business modèles des entreprises (PRI, 2018). Dans son rapport intitulé « *Impact Investing, Market Map* », le PRI insiste bien sur le fait que « l'impact investing vise à avoir un impact positif sur la société au-delà du respect des normes ESG et de l'investissement » (PRI, 2018).

En 2019, Virginie Xhaufflair, professeure au Centre d'Économie Sociale à HEC Liège et Chaire Baillet Latour en Philanthropie et Investissement Social a rédigé un rapport (Xhaufflair, 2019) intitulé « Argent, levier d'impact », dans lequel elle associe différents types de financements aux différents types d'organisations existants et fait ressortir les liens avec impact social et retour financier. Le schéma ci-dessous vous fera certainement mieux comprendre ces liens.

Figure 1 : Types de financement et organisations associées (Xhaufflair, 2019).



Nous pouvons observer que la chercheuse associe les organisations « *Non-Profit* », celles qui ne génèrent pas ou peu de profits, à la création d'impacts sociaux et/ou environnementaux et les organisations « *For Profit* », celles qui ont un but lucratif, à la création de retours financiers. Nous sommes assez d'accord avec cette idée mais aimerais tout de même ouvrir une nouvelle perspective. Nous estimons qu'aujourd'hui, il existe des entreprises qui génèrent du profit et sont tout à fait rentables puis qui génèrent également, à la fois, un fort impact social et/ou environnemental positif. Nous pensons qu'il y a de plus en plus de nouveaux business modèles qui voient le jour et qui permettent de concilier performance financière et performance sociétale (sociale et environnementale). En effet, même si la question de savoir si la performance sociale d'une entreprise affecte positivement sa performance financière a longtemps été, et reste encore aujourd'hui controversé dans la littérature (Van Beurden, Gössling, 2008), certaines entreprises ou organisations à mission ont entrepris des transformations de business modèles afin de devenir des organisations hybrides (Komatsu Ciprani, T., Deserti, A., et al., 2020) et concilier des stratégies « *Non-Profit* » avec des stratégies

« *For Profit* ». Soit dit en passant, on retrouve ici l'essence même de l'impact investing avec la combinaison de performance sociétale et financière. Nous pouvons observer ces transformations notamment chez les jeunes entreprises qui vont directement inclure, dans la création de leurs business modèles, une réponse à un problème sociétal ciblé, mais aussi chez les entreprises qui étaient, à la base, essentiellement concentrées sur la réalisation de profits et qui vont tenter d'adapter leurs business modèles pour répondre aux enjeux sociaux contemporains (Komatsu Ciprani, T., Deserti, A., et al., 2020). Ce nouveau type d'organisations génère donc des revenus financiers tout en ayant un impact social et/ou environnemental positif. Idéalement, il faudrait que l'impact positif généré par les activités de l'entreprise soit aligné avec son chiffre d'affaires. C'est à dire que plus le chiffre d'affaires augmenterait, plus l'impact positif généré serait important. Autrement dit, l'impact serait dépendant des performances financières de l'entreprise. C'est avec cette nouvelle définition d'entreprise à mission et cette idée d'aligner performance financière avec performance sociétale que nous voulons ajouter une nouvelle perspective au schéma de Virginie Xhaufflair. En revenant sur son schéma vous vous rendrez compte que retour financier et impact social sont séparés, situés aux deux extrémités du schéma et conditionnés par le « *For Profit* » et par le « *Non-Profit* ». Les entreprises à mission ne sont pas citées sur son schéma mais nous pouvons peut-être penser qu'elles sont classées parmi les entreprises avec impact social (cercle gris). Même si c'était le cas, notre idée qui consiste à aligner impact à performance financière n'est pas illustrée dans le schéma. Cette idée ne vient d'ailleurs pas de nulle part. En plus de la tendance dont on a préalablement parlé qui mène les entreprises vers davantage d'innovation sociale, il existe vraiment des entreprises, nous pensons majoritairement à des jeunes entreprises, qui ont bel et bien construit leur business model sur une contribution à la résolution d'un problème sociétal majeur alignée à une performance financière soutenue. Nous pouvons donner comme exemple deux entreprises qui luttent contre le gaspillage alimentaire et donc contribuent à la réduction d'émissions de CO₂ tout en générant des profits et ayant des statuts d'entreprises « *For Profit* » : Too Good To Go et Phenix. Ces entreprises, et ce genre d'entreprises de manière plus général, ont typiquement des profils idéals pour des investisseurs à impact.

T.Busch et al. (2021), proposent, dans un article très récemment publié qui a pour but de redéfinir les investissements durables, de revenir sur les principales évolutions du marché et nous présentent une typologie de ces investissements, séparée en quatre dimensions. Concernant les évolutions du marché, les chercheurs ont divisé celles-ci en trois périodes principales.

En premier lieu vient la finance durable 1.0. Elle est caractérisée par un processus d'exclusion pour éviter d'investir dans des activités non éthiques et non durables. C'est le point de départ durant lequel les acteurs financiers ont commencé à faire un lien entre les investissements, les marchés financiers et les enjeux socio-environnementaux. Cette première phase de la finance durable a été marqué par plusieurs campagnes de désinvestissement, notamment aux États-Unis au début de la guerre du Vietnam et au sein d'universités pour contester

l'Apartheid en Afrique du Sud dans les années 1970-80 (Busch et al., 2021). Encore aujourd'hui, comme nous avons pu le constater dans les stratégies d'ISR, l'exclusion est beaucoup pratiquée. Par exemple, plusieurs acteurs financiers ont mis en place des campagnes de désinvestissements pour « sortir » des énergies fossiles.

Ensuite, il y a eu la finance durable 2.0. C'est à partir de ce moment que les critères ESG sont apparus et que des agences de notation ont commencé à voir le jour afin de donner une meilleure visibilité aux investisseurs quant aux performances ESG des entreprises (Busch et al., 2021). Les différentes stratégies d'ISR ont été mises en place et continuent d'être appliquées encore aujourd'hui et des indices ESG ont aussi été créé. Ces stratégies sont beaucoup appliquées non seulement dans un cadre d'éthique mais aussi dans une nouvelle manière d'évaluer et de gérer les risques. Les considérations ESG sont devenues une pratique commune et intégrée à l'analyse financière traditionnelle (IISD, 2020).

Enfin, Busch et al., parlent de la finance durable 3.0. Pour eux, bien que les phases de finance durable 1.0 et 2.0 aient été marquées par une forte intégration des critères ESG, ces phases ont négligé un point important : est ce que les investissements durables permettent une évolution vers un monde meilleur ? Cette question nous pousse à nous demander si, en réalité, les investisseurs participent à un changement et/ou à une amélioration des impact sociétaux des entreprises dans lesquelles ils investissent (Köbel et al., 2020).

Nous pouvons constater que la finance durable 3.0 s'approche davantage de l'impact investing avec un questionnement plus poussé autour de la création d'impact positif.

Dans leur typologie d'investissements durables (cf tableau 1 ci-dessous), Busch et al. (2021) distinguent quatre types d'investissements.

Figure 2. Typologie des investissements durables (Busch et al, 2021).

Table 1 A typology of sustainable investments

Objective (underlying strategic purpose of the investment)	Sustainable investments			
	ESG-screened investments		ESG-managed investments	Impact-related Investments
	Impact-aligned investments	Impact-generating investments		
Mitigation of ESG-related risks and/or ethical considerations	Mitigation of ESG-related risks and/or ethical considerations	Systematic reflection on ESG-related risks and opportunities	Address social and environmental challenges and goals	Actively contributing to social and environmental solutions and transformations
Materiality (measurement of tangible real-world parameters)	Materiality not addressed, i.e., no further detailed description of approach or outputs	Materiality not measured, i.e., only basic description of approach or outputs	Proof of materiality through the assessment of outputs via benchmark analysis or SDG alignment	Proof of materiality through the measurement of expected and generated impact
Any consideration of E, S, or G factors in investment appraisals; typically focusing on exclusion criteria	Comprehensive set of exclusion criteria; at least one further pre-investment decision approach* is applied	Comprehensive set of exclusion criteria; sophisticated combination of pre- and post-investment** decision approaches	Focus on impact generation by providing additional capital, incorporating forward-looking targets and/or post-investment** decision approaches	
No detailed documentation	Basic description and ideally external verification	Detailed description and external verification	Detailed description and external verification	Detailed description and external measurement of impact achievements and targets

*Pre-investment decision approaches: exclusions, norms-based screening, best-in-class, ESG integration, thematic funds

**Post-investment decision approaches: voting, engagement

En lisant le tableau, nous constatons que les quatre types d'investissements décrits sont qualifiés de « durables » mais qu'une différence est marquée lorsque l'on parle d'investissements à impact. On observe tout de suite que les investissements à impact vont s'adresser à des problèmes sociaux définis et vont contribuer à des transformations sociétales plus fortes que les deux catégories d'investissement qui se concentrent essentiellement sur les critères ESG. Il est également intéressant de souligner la distinction qui est faite entre les investissements « alignés à l'impact » et ceux « générateurs d'impact ». Nous pouvons voir que la majeure différence entre les deux types d'investissement va se faire au niveau de la matérialité³. En effet, l'investissement « aligné à l'impact » va se baser sur l'évaluation de résultats en les comparant à un benchmark ou en s'alignant à un ou plusieurs SDG(s)⁴ alors que l'investissement « générateur d'impact » va mesurer, de manière encore plus tangible, l'impact créé par les capitaux investis. Illustrons cette différence par deux exemples :

Un investissement qui va « s'aligner à l'impact » va, par exemple, fournir des capitaux à une entreprise qui émet 40% de gaz à effet de serre en moins qu'une entreprise concurrente du même secteur (ou d'un autre benchmark adéquat) et va s'aligner aux SDGs 3 et 13 (3. Bonne santé et bien-être ; 13. Mesures relatives à la lutte contre les changement climatiques). En comparaison, un investissement « générateur d'impact » va, par exemple, fournir des capitaux à une entreprise qui de par son activité, permet de réduire le gaspillage alimentaire et donc les émissions de CO2. Ce dernier investissement, en plus d'être aligné aux SDGs 3 et 13, pourra de manière tangible et explicite mesurer son impact en termes de tonnes d'aliments sauvés et de tonnes d'émissions de CO2 évitées (Busch et al., 2021). L'investissement « générateur d'impact » contribue donc directement et explicitement à l'atténuation d'un problème sociétal. Enfin, les chercheurs insistent sur le fait que lorsque l'on parle d'investissements à impacts, il doit y avoir une dimension de changements profonds ou transformationnels. C'est à dire que l'entreprise dans laquelle des fonds sont injectés doit avoir un business model qui permet d'identifier ces changements (cf exemple précédemment cité avec l'entreprise qui va participer à la réduction du gaspillage alimentaire), ou alors que l'investissement va permettre à l'entreprise de changer ou transformer son business model afin qu'il génère davantage d'impacts positifs.

Le FIR (Forum pour l'Investissement Responsable), en collaboration avec France Invest (Association des investisseurs pour la croissance), ont lancé conjointement en 2019 un groupe de travail comprenant 52 gérants d'actifs et investisseurs professionnels afin d'aboutir à une définition et une vision formalisée de l'impact investing à partir de leurs expériences et connaissances, mais aussi à partir des travaux déjà réalisés, notamment par le GIIN (Global Impact Investing Network). Cette définition, dite exigeante et adaptée pour le côté et le non-

³ « Mesure de paramètres tangibles du monde réel dans le domaine social et/ou environnemental. Cette mesure porte sur des améliorations significatives fondées sur des indicateurs de performance en matière de développement durable, comme les émissions de gaz à effet de serre, ou la représentation des sexes dans les conseils d'administration des entreprises » (Bush et al., 2021)

⁴ Sustainable Development Goals (Objectifs de Développement Durable) fixés par l'ONU.

coté, a été présentée le 18 mars 2021 par les deux organisations précédemment citées avec l'intervention d'Olivia Grégoire, Secrétaire d'État auprès du ministre de l'Économie, des Finances et de la Relance, chargée de l'Économie sociale, solidaire et responsable en France. La définition est caractérisée par trois piliers majeurs que sont : l'intentionnalité, l'additionnalité (termes repris de l'anglais) et la mesure d'impact. Parcourons donc ces trois piliers afin de bien comprendre ce qui se cache derrière.

L'intentionnalité correspond à l'intention de l'investisseur de « *contribuer à générer un bénéfice social ou environnemental mesurable* » (FIR, France Invest, 2021). L'investisseur à impact se caractérise par son objectif et volonté explicite de répondre à un enjeu du développement durable. L'intentionnalité va se caractériser par une thèse d'impact clairement définie (souvent alignée aux Objectifs du Développement Durable ou autres objectifs reconnus) qui sera en adéquation avec la politique d'investissement poursuivie ainsi que par une démarche d'impact établie sur l'ensemble du cycle d'investissement (préinvestissement, pendant l'investissement et post-investissement). Enfin, l'intentionnalité sera illustrée par une gouvernance adaptée à la volonté de générer un impact positif, par exemple avec la présence d'un Comité d'impact ou d'un expert.

L'additionnalité correspond à l'implication directe et particulière de l'investisseur pour augmenter l'impact positif de l'entreprise dans laquelle il a investi. En fait, il s'agit de l'impact de l'investisseur sur l'entreprise qu'il finance. Cet impact est bien-sûr illustré par la mise à disposition de capital en premier lieu mais il peut aller plus loin. Par exemple, on peut parler d'impact financier lorsque l'investisseur finance des entreprises ou projets pas ou peu soutenus par les institutions financières « classiques », ou encore d'impact extra-financier lorsque l'investisseur agit concrètement et participe à l'amélioration de l'impact sociétal de l'entreprise dans laquelle il a investi. Pour le FIR et France Invest, l'additionnalité est une « *façon de matérialiser l'intentionnalité* » (FIR, France Invest, 2021). Le groupe de travail insiste sur le fait que l'additionnalité doit faire partie du processus d'investissement et que cette démarche doit être appliquée à l'ensemble des actifs du portefeuille (contrairement à la plupart des stratégies ESG qui sont la majorité du temps appliquées à une portion des actifs d'une institution financière ou autre gérant d'actifs). Cette additionnalité se caractérise également par une vision et un investissement sur le long terme accompagnés d'un engagement fort des équipes des fonds auprès des entrepreneurs et/ou dirigeants afin de maximiser l'impact positif des entreprises.

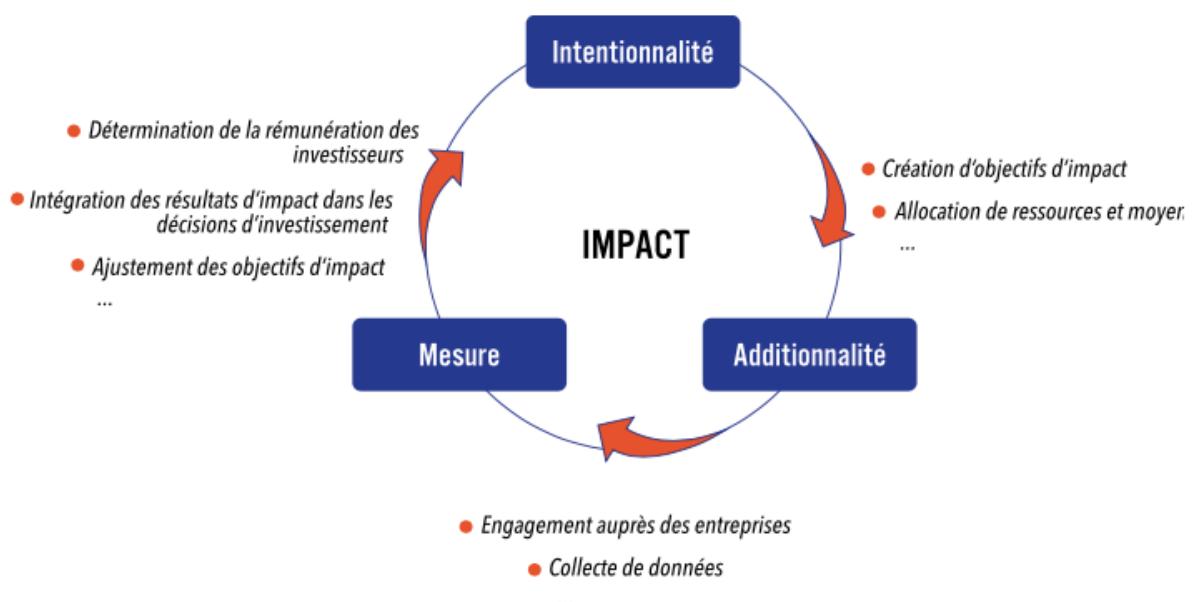
Enfin, **la mesure d'impact** correspond à « *l'évaluation des externalités sociales et/ou environnementales générées par les investissements, à l'aune des objectifs d'impact intentionnellement poursuivis par l'investisseur* » (FIR, France Invest, 2021). L'objectif est d'aller chercher un impact positif et cela peut se matérialiser par une augmentation des externalités positives et/ou par une diminution des externalités négatives, et ces externalités sont générées par les produits ou services de l'entreprise, ou par ses processus. Le FIR et France Invest indiquent que l'évaluation d'impact peut se faire de manière qualitative et/ou quantitative et que les résultats doivent être utilisés dans les décisions d'investissement et qu'ils doivent être communiqués. Pour se faire, le fonds (ou autre acteur d'investissement),

en collaboration avec l'entreprise financée, devra déterminer des indicateurs de mesure d'impact afin de nourrir les décisions d'investissement, de piloter les entreprises du portefeuille et de faire un *reporting* détaillé pour rendre compte de l'impact aux parties prenantes concernées (FIR, France Invest, 2021).

Dans le cadre de ce travail, nous nous focaliserons donc sur ce troisième pilier qu'est la mesure d'impact.

Dans leur rapport, le FIR et France Invest insistent sur le fait que les trois piliers sont intimement liés. Ceci peut être illustrer grâce au schéma ci-dessous :

Figure 3. Interrelations entre Intentionnalité, Additionnalité et Mesure d'impact (FIR, France Invest, 2021).



Maintenant que nous avons replacer l'impact investing dans le domaine de la finance durable et que nous avons une définition récente, claire, unanime et complète de ce qu'est et ce qu'exige une démarche d'investissement à impact, nous allons passer en revue le nouveau cadre européen qui va chercher à favoriser les investissements durables.

1.2. Le nouveau cadre européen concernant les investissements durables dans le contexte du Green Deal (Taxonomie)

Comme déjà énoncé en introduction, en accord avec le Green Deal et afin d'atteindre les objectifs fixés par l'Union Européenne en matière de climat et d'énergie, la Commission Européenne a mis en place une Taxonomie au niveau européen afin de favoriser et de développer les pratiques d'investissements durables. Cette taxonomie a pour but d'établir un système de classification d'activités économiques durables afin d'aider les entreprises, les investisseurs, la société civile, les gouvernements à mieux comprendre et cerner ces activités et prendre des décisions d'investissements alignées aux objectifs précédemment cités (Commission européenne, s. d). La Commission a donc pour ambition de favoriser le développement de la finance durable et, pour ce faire, l'institution souhaite réorienter les flux de capitaux vers des investissement qui incluent les critères ESG, appréhender les risques liés à ces critères et de favoriser une vision sur le long terme ainsi que la transparence (AFG, 2020). La taxonomie découle de plusieurs plans d'actions, de réglementations et d'événements qui ont eu pour but d'alerter sur la situation de changement climatique et de mieux cerner et encadrer les performances extra-financières des entreprises. Le tableau ci-dessous reprend à ce jour les différentes réglementations qui ont vu le jour au cours des dernières années.

Figure 4. Plan d'actions de la Commission européenne et réglementations (AFG, 2020).

À ce jour, le plan d'actions de la Commission se décline au travers de diverses réglementations :	
2014	1 Directive NFRD Directive 2014/95 définissant la nouvelle déclaration de performance extra-financière (DPEF), qui remplace le rapport RSE
2015	2 Les Accords de Paris Objectif de 2 degrés maximum de réchauffement climatique à la fin du siècle
2018	3 Plan d'actions de la Commission européenne Trois recommandations principales comprenant 10 actions ciblant des secteurs spécifiques du système financier
2019	4 Ecolabel Premier rapport technique de l'Ecolabel visant à proposer des critères qui permettront l'élaboration d'un label européen pour les produits financiers
5 Règlement "Disclosure"	Règlement 2019/2088 imposant la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers
6 Règlement Benchmark transition climatique	Règlement 2019/2089 permettant la mise en place d'indices de référence "transition climatique" et "accord de Paris"
2020	7 Taxonomie européenne Règlement 2020/852 établissant un cadre pour favoriser les investissements dans des activités durables
8 Proposition de modification de MIF/DDA, UCITS/AIFMD	Proposition d'intégration de la prise en compte de critères ESG dans ces diverses réglementations

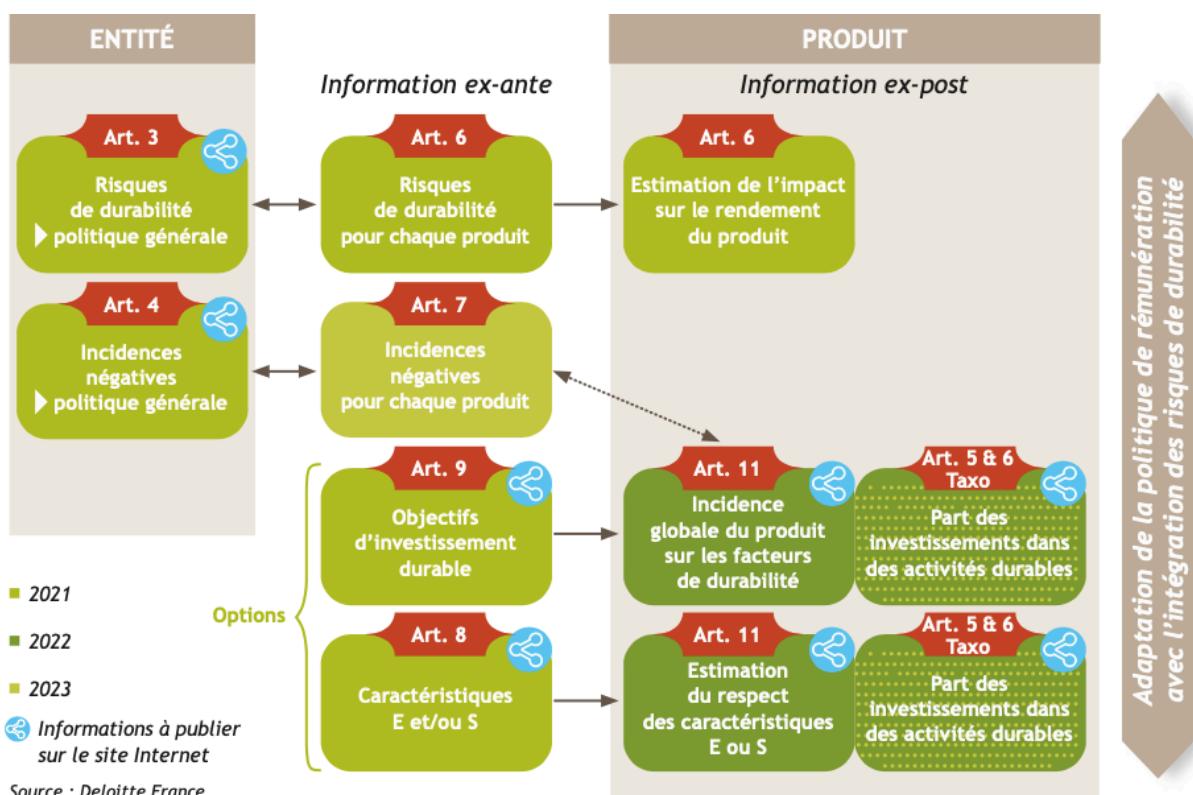
Source : Deloitte France

Le règlement NFRD s'applique à tout secteur d'activité, et peut être associé au nouveau rapport RSE obligatoire pour les grandes entreprises européennes (+500 salariés). Pour le secteur financier, le NFRD définit quatre concepts clés qui sont :

- Les risques de durabilité sur la valeur des investissements
- Les incidences négatives des décisions d'investissement en matière de durabilité
- Les produits financiers qui promeuvent les critères ESG
- Les investissements durables qui contribuent à des objectifs environnementaux, sociaux et de bonne gouvernance

Le schéma ci-dessous reprend les différents objectifs du texte et met en lumière ses différents articles.

Figure 5. Objectifs du NFRD et articles du texte (AFG, 2020).



Le règlement NFRD a dans un second temps été revu et mis à jour le 21 avril 2021 pour devenir le CSRD pour *Corporate Sustainability Reporting Directive*.

La dernière version et proposition de la directive CSRD a pour objectif de combler le fossé identifié entre les informations de durabilité divulguées de la part des entreprises dans le cadre de la NFRD et les besoins des utilisateurs en matière d'informations comparables, pertinentes et fiables. Elle devrait garantir que les informations communiquées par les entreprises permettent aux acteurs des marchés financiers soumis au règlement relatif aux informations sur la finance durable de collecter les données dont ils ont besoin pour se conformer à leurs récentes obligations de transparence (c'est-à-dire la mesure dans laquelle

les produits et services qu'ils offrent au marché sont considérés comme durables à la lumière des critères ESG) (Deloitte, 2021 ; Commission européenne, 2021). Cette directive représente donc l'outil pour amener les entreprises dans le dispositif de finance durable et de la taxonomie au niveau européen.

Afin d'éviter encore plus le *Greenwashing* et d'avoir accès à des informations encore plus fiables et pertinentes, un nouveau texte qui s'applique lui directement aux produits financiers s'est ajouté au règlement de la Taxonomie et du CSRD. Il s'agit du SFDR pour *Sustainable Finance Disclosure Regulation* ou « Règlement sur la Divulgation des Informations relatives à la Finance Durable » en français. Nous pouvons associer le SFDR au jumeau du CSRD mais applicable exclusivement au secteur financier (Eurazeo, 2021).

Ce règlement appelle les entreprises du secteur financier à divulguer les informations extra-financières de leurs produits financiers et à classer ces derniers selon une certaine typologie. En effet, les produits financiers doivent être classés soit « Article 6 », « Article 8 » ou « Article 9 ». Article 6 correspond aux produits qui ne prennent pas ou très peu en compte les critères ESG. Article 8 correspond aux produits qui sont basés sur une politique ESG définie (exclusion, basé sur des normes, Best-in-class, due diligence ESG avant l'investissement, etc.). Enfin, dans l'Article 9 devront être classés les produits qui ont un objectif formalisé d'atteinte de performance ESG. Il s'agit là de produits plus exigeants en matière d'ESG. On peut par exemple penser à des produits qui ont pour objectif la réduction d'émission de CO₂ ou qui contribuent à l'atteinte d'un ou plusieurs objectifs de développement durable fixé par l'ONU (ODD) (Eurazeo, 2021). On se rapproche dans ce cas-là de l'impact investing.

Enfin, toujours avec un objectif de normalisation, de standardisation, de comparabilité (référence à un Benchmark) et d'homogénéité dans les pratiques et l'utilisation d'indicateurs, les acteurs des marchés financiers auront dans l'obligation de fournir des RTS (*Regulatory Technical Standards*), des informations précises concernant les aspects sociaux et environnementaux de leurs investissements (Eurazeo, 2021 ; ESMA, 2021).

Nous avons pu voir que la finance durable est un champ vaste et que plusieurs stratégies d'investissements existent. L'Union Européenne cherche à encadrer et réguler cette nouvelle finance afin d'arriver à plus d'harmonisation, de standardisation, de transparence et pour éviter le *Greenwashing*. Les enjeux climatiques et plus généralement ceux liés à l'environnement et au social sont une des préoccupations majeures du moment et nous avons compris que la finance à un grand pouvoir, de par son effet de levier et de transition vers une économie plus vertueuse, à diriger l'épargne et les capitaux vers des produits qui contribuent à l'atténuation d'externalités négatives ou à l'amélioration d'externalités positives. Cette nouvelle régulation peut paraître complexe et représente un poids pour les gestionnaires d'actifs qui vont devoir réaliser un travail important de compliance (Eurazeo, 2021). Il s'agit encore d'un travail en cours de progression et il ne serait pas impossible que de nouveaux textes provenant des institutions européennes voient le jour.

Intéressons-nous maintenant au marché de l'impact investing et à la mesure d'impact.

1.3. Le marché de l'impact investing

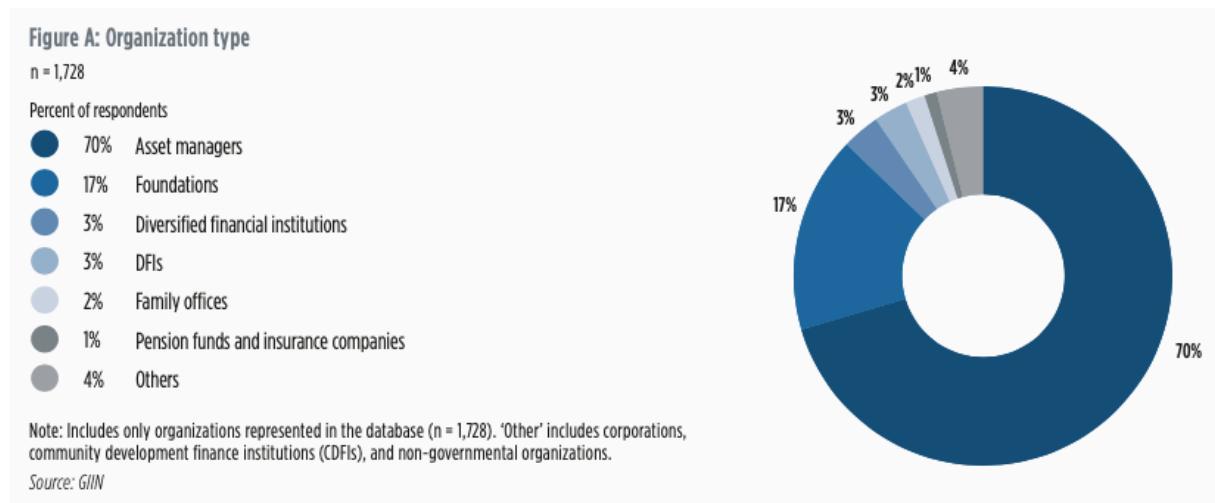
Depuis l'apparition du terme « impact investing » en 2007, le marché de cette stratégie d'investissement s'est beaucoup développé. Comme nous l'avons vu précédemment, la finance durable en générale se voit croître fortement et l'impact investing suit la même tendance générale. Le fait que les institutions européennes cherchent à mieux encadrer et régulariser cette finance, que les gestionnaires d'actifs donnent une définition exigeante de l'impact investing, que de nombreux labels se créaient et que les particuliers souhaitent de plus en plus diriger leur épargne vers ce type de produits montre bien qu'il y a eu, et qu'il y a encore aujourd'hui un engouement pour cette nouvelle finance.

Dans cette partie, nous allons brièvement décrire le marché de l'impact investing et donner quelques chiffres afin de mieux se rendre compte de la taille que représente ce marché et d'avoir un meilleur aperçu des acteurs de ce dernier.

Dans la dixième édition de son enquête annuelle sur les investisseurs à impact, le GIIN (Global Impact Investing Network), une des organisations les plus reconnues pour la promotion du secteur, commence son rapport en spécifiant qu'en 2010, 24 membres avaient participé à leur enquête contre 294 en 2020 (GIIN, 2020). Cela montre bien l'évolution du nombre d'acteurs présent sur le marché et le développement de l'impact investing. Le rapport du GIIN met en évidence un marché en pleine croissance avec en 2019, 278 investisseurs à impact qui ont investi pour un total de 47 milliards de dollars, représentant un total de 9 807 investissements (GIIN, 2020). À titre de comparaison, le rapport de l'année 2016 du GIIN comprenait 157 répondants qui ont investi pour un total de 15.2 milliards de dollars, représentant un total de 7 551 investissements à impact (GIIN, 2016). Selon le rapport de 2020, les répondants ont rapporté qu'ils avaient 404 milliards de dollars d'actifs sous gestion en impact investing fin 2019. En prenant en compte les autres acteurs du marché (hors enquête) et en se basant sur une nouvelle base de données comprenant plus de 1720 investisseurs à impact, le GIIN estime la taille du marché global à 715 milliards de dollars fin 2019 (GIIN, 2020).

Cette base de données inclut différents types d'organisations qui sont reprises dans le schéma ci-dessous.

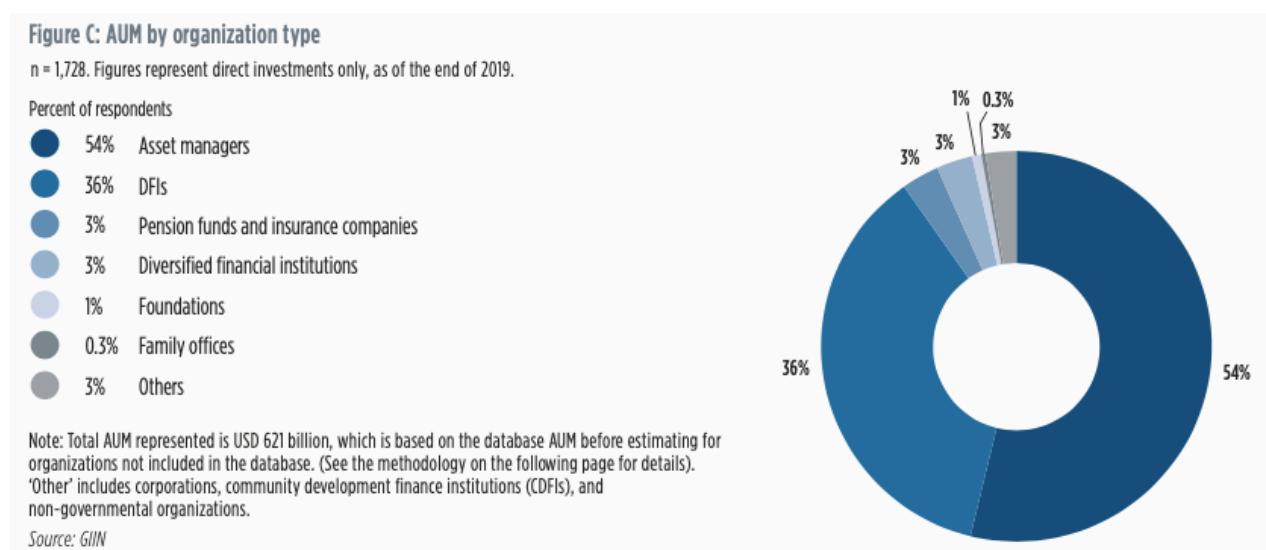
Figure 6. Types d'organisations actives en impact investing (GIIN, 2020).



Nous observons ainsi que la majorité des organisations actives en impact investing sont les gestionnaires d'actifs ainsi que les fondations.

Parmi ces organisations, le travail du GIIN nous permet également de mettre en lumière celles qui sont les plus actives en termes d'actifs sous gestion. Le schéma ci-dessous reprend ces informations.

Figure 7. Actifs sous gestion par types d'organisations (GIIN, 2020).



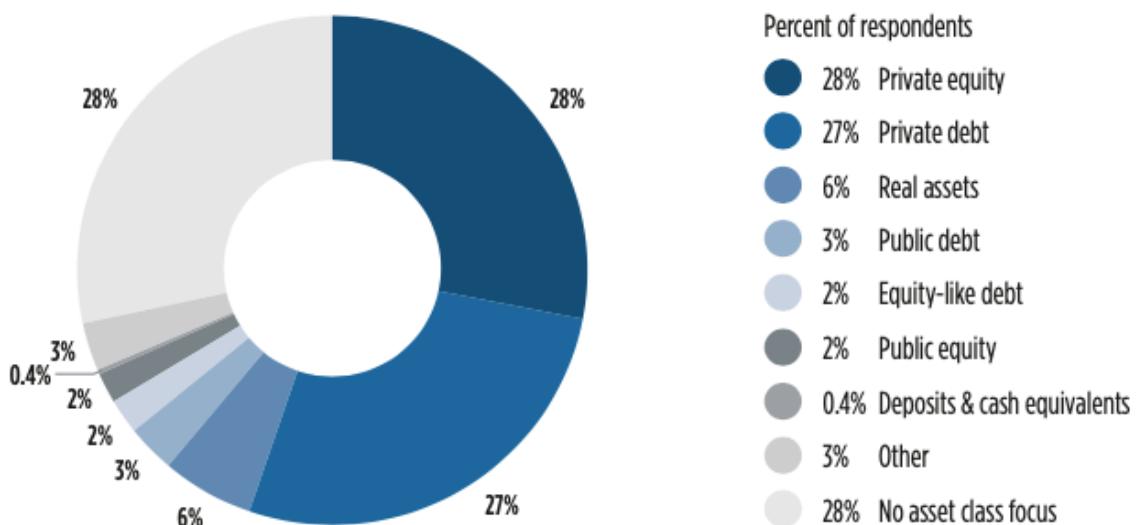
Nous pouvons voir que les gestionnaires d'actifs et les DFIs (Development Finance Institutions) sont les organisations qui investissent le plus, suivies de très loin par les fonds de pension et les compagnies d'assurance. Les fondations quant à elles, même si beaucoup sont actives sur le marché, ne gèrent pas beaucoup d'actifs.

Toujours grâce au travail du GIIN, en se basant sur les 278 répondants de l'enquête de l'organisation, nous pouvons apprécier la concentration des portefeuilles dédiés à l'impact investing par type d'actifs. Celle-ci est illustrée ci-dessous.

Figure 8 : Concentration des portefeuilles par types d'actifs (GIIN, 2020).

Figure 5: Portfolio concentrations by asset class

n = 278



Note: 'Other' asset classes include performance-based grants, debt-like equity, and loan guarantees.

Source: GIIN, *The State of Impact Measurement and Management Practice, Second Edition*

Nous constatons que les classes d'actifs du *Private equity* et de la *Private debt* sont largement dominants sur le marché de l'impact investing. Nous pouvons aussi remarquer que 28% de l'échantillon mentionne avoir un portefeuille diversifié avec différents types d'actifs sous gestion. Les types d'actifs utilisés en impact investing sont donc assez variés et cela montre les larges possibilités existantes de financement, à la fois pour les financeurs et les financés.

2) L'analyse, la gestion et la mesure d'impact

La recherche de double création de valeur (ou création de valeur hybride) de l'impact investing s'intéresse à évaluer les retours financiers, mais aussi la contribution de l'investissement aux enjeux économiques (ex: création d'emplois, développement économique) et sociétaux : création d'impact. L'évaluation et la mesure d'impact sont des points cruciaux de la pratique de l'impact investing puisqu'elles vont permettre aux investisseurs à impact de prouver que leurs investissements ont vraiment créé de l'impact, et donc à légitimer leurs investissements en tant que tel (Spiess-Knafl, Scheck, 2017). De plus, cette mesure d'impact permet aux investisseurs d'éviter le risque que l'on appelle en anglais de « *mission drift* », c'est à dire le risque que l'investisseur se désolidarise de sa mission de créer de l'impact positif (Spiess-Knafl, Scheck, 2017). Il n'est sans dire que l'évaluation et la mesure d'impact, et plus précisément de démontrer qu'un investissement a permis de générer tel ou tel impact, est une tâche difficile qui demande souvent de collecter et de mesurer des données provenant d'effets intangibles (Spiess-Knafl, Scheck, 2017). De plus, comme l'a mentionné la Fondation Carasso, lorsque l'on souhaite évaluer « l'impact sur la durabilité d'un système, une approche mobilisant sciences économiques, sciences de l'environnement et sciences sociales est requise » (Fondation Daniel & Nina Carasso, 2019). Cette approche multidimensionnelle reste un défi scientifique majeur et rend la démarche de mesure d'impact difficile quel que soit le domaine d'activité et l'acteur concerné (Fondation Daniel & Nina Carasso, 2019).

Au cours de la dernière décennie, de nombreux outils et structures cherchant à guider les acteurs de l'impact investing dans leur mesure d'impact ont vu le jour. Malgré les nombreux progrès qui ont été réalisé dans la recherche de standardisation des pratiques de mesure d'impact, « *le statu quo des pratiques d'évaluation d'impact peut encore être décrit comme extrêmement fragmenté ainsi que limité en termes de portée et d'échelle, sans exigences obligatoires ni concepts scientifiques normalisés, méthodes ou critères objectifs pour l'évaluation et le rapport de l'impact social* » (Spiess-Knafl, Scheck, 2017).

Dans cette partie nous allons nous concentrer sur cette notion d'impact et aborderons différents points, allant de la gestion de l'impact, c'est à dire comment les fonds d'investissement spécialisés en impact investing (ou autres acteurs de ce secteur) vont initier leurs démarches d'impact, sur quels secteurs et cibles d'impact ils vont se concentrer, comment ils vont définir des indicateurs d'impact, jusqu'à la pratique de l'évaluation et de la mesure d'impact. Concernant ce dernier point, nous verrons quels sont les structures, cadres et outils principaux utilisés dans cette pratique et tenterons de les catégoriser.

2.1. La gestion d'impact

Avant toute chose, il est important de rappeler ce qu'est l'impact. Pour le FIR (Forum de l'Investissement Responsable), « l'impact se réfère aux externalités sociales et/ou environnementales positives attendues des investissements (le « pourquoi » ou approche de « résultats »). Il est évalué par rapport à des objectifs d'impacts spécifiques et définis ex-ante, fondés sur une intentionnalité de l'investisseur et, le cas échéant, des entreprises dans lesquelles il investit. Les thématiques d'impact sont aussi diverses que les investisseurs à impact, quelques exemples toutefois : création d'emplois dans des zones difficiles, accès aux services essentiels pour les populations à faibles revenus (accès à l'éducation, à la santé, à l'électricité), réduction nette des émissions de GES par unité produite, etc.... » (FIR, France Invest, 2021). Aussi, nous aimerais rappeler ce qu'est entendu par la mesure d'impact. Comme déjà énoncé précédemment dans ce travail, la mesure d'impact correspond à « *l'évaluation des externalités sociales et/ou environnementales générées par les investissements, à l'aune des objectifs d'impact intentionnellement poursuivis par l'investisseur* » (FIR, France Invest, 2021). L'objectif est d'aller chercher un impact positif et cela peut se matérialiser par une augmentation des externalités positives et/ou par une diminution des externalités négatives, et ces externalités sont générées par les produits ou services de l'entreprise, ou par ses processus. Le FIR et France Invest indiquent que l'évaluation d'impact peut se faire de manière qualitative et/ou quantitative et que les résultats doivent être utilisés dans les décisions d'investissement et qu'ils doivent être communiqués. Pour se faire, le fonds (ou autre acteur d'investissement), en collaboration avec l'entreprise financée, devra déterminer des indicateurs de mesure d'impact afin de nourrir les décisions d'investissement, de piloter les entreprises du portefeuille et de faire un *reporting* détaillé pour rendre compte de l'impact aux parties prenantes concernées (FIR, France Invest, 2021).

Cette intention de créer de l'impact va s'accompagner d'un travail d'analyse et de mesure qui aura plusieurs objectifs tout au long du cycle d'investissement (So, Staskevicius, 2015). En effet, pour les chercheurs So et Staskevicius, l'exercice de mesure d'impact peut se regrouper en quatre objectifs principaux qui sont :

- Estimer l'impact → au moment de la réalisation de la Due Diligence préinvestissement
- Planifier l'impact → en identifiant des KPIs et en collectant des données par différentes méthodes afin d'être capable d'avoir un suivi d'impact
- Suivre l'impact → en analysant et mesurant l'impact pour assurer l'alignement de la mission de l'entreprise avec sa performance
- Évaluer l'impact → en comprenant l'impact créé par l'investissement, post-investissement

Les chercheurs estiment que ces quatre objectifs sont interdépendants et ne peuvent pas exister l'un sans l'autre. Ils illustrent cette idée par le schéma ci-dessous.

Figure 9 : Le cycle continu des objectifs de mesure d'impact (So, Staskevicius, 2015).



Ce schéma nous montre bien que la mesure d'impact nécessite des efforts tout au long du cycle d'investissement et se fera donc idéalement préinvestissement (au moment de la Due Diligence), pendant l'investissement et post-investissement, et elle aura pour but de déterminer si oui ou non l'entreprise correspond aux critères d'investissement du fonds qui veut y investir, de fixer des objectifs d'impact afin d'améliorer l'impact de l'entreprise et de mesurer ces objectifs d'impact pour vérifier qu'ils aient bien été atteint.

Une étape qui n'est pas représentée dans cette boucle et que l'on pourrait ajouter est celle de l'apprentissage et de l'amélioration. En effet, on pourrait ajouter une cinquième étape qui consisterait à, une fois que l'impact a été évalué et mesuré, ajuster les objectifs d'impact de l'entreprise en fonction de l'évolution de ses activités et des performances d'impact passées. Cette étape constituerait donc une partie exclusivement liée à l'amélioration de l'impact de l'entreprise mais aussi à l'amélioration des pratiques de mesure d'impact de cette dernière et de celles du fonds, toujours avec l'idée de s'améliorer dans un contexte évolutif.

Dans son rapport de juin 2020 sur l'impact investing (International Finance Corporation – IFC, 2020), l'International Finance Corporation, en collaboration avec des praticiens clés du secteur (Institutions Financières de Développement ; Fonds à impact et autres), ont créé les Operating Principles for Impact Management (Principes de fonctionnement de la gestion de l'impact en français). Ces principes, au nombre de neuf, sont la réponse de l'IFC face au manque de standards communs et de méthodologies existants pour gérer, évaluer et mesurer l'impact dans le secteur de l'impact investing (International Finance Corporation – IFC, 2020).

L'organisation spécifie bien que ces principes ne sont pas un outil en soit mais plutôt une structure, ou un cadre qui a pour objectif de guider les praticiens qui veulent aligner leurs investissements aux Objectifs de Développement Durable (ODD) pour les aider à gérer les aspects liés à l'impact. Nous allons, ci-dessous, citer ces principes sans vraiment rentrer dans les détails mais cela permettra d'avoir une bonne vision de ce que demande une gestion d'impact idéale selon l'IFC.

- Définir un ou plusieurs objectifs d'impact stratégique, en cohérence avec la stratégie d'investissement.
- Gérer l'impact stratégique sur la base d'un portefeuille.
- Établir la contribution du manager à la réalisation de l'impact.
- Évaluer l'impact attendu de chaque investissement, sur la base d'une approche systématique.
- Évaluer, traiter, surveiller et gérer les impacts négatifs potentiels de chaque investissement.
- Suivre les progrès de chaque investissement en termes d'impact par rapport aux attentes et réagir de manière appropriée.
- Effectuer les sorties en tenant compte de l'effet sur l'impact durable.
- Examiner, documenter et améliorer les décisions et les processus en fonction de l'impact obtenu et des enseignements tirés.
- Divulguer publiquement l'alignement sur les principes et fournir une vérification indépendante régulière de cet alignement.

(International Finance Corporation – IFC, 2020).

Une nouvelle fois, nous voyons bien que l'exercice de mesure d'impact nécessite de nombreuses actions qui vont s'étaler sur tout le cycle d'investissement et que ces tâches demandent des ressources, une certaine technicité et du temps.

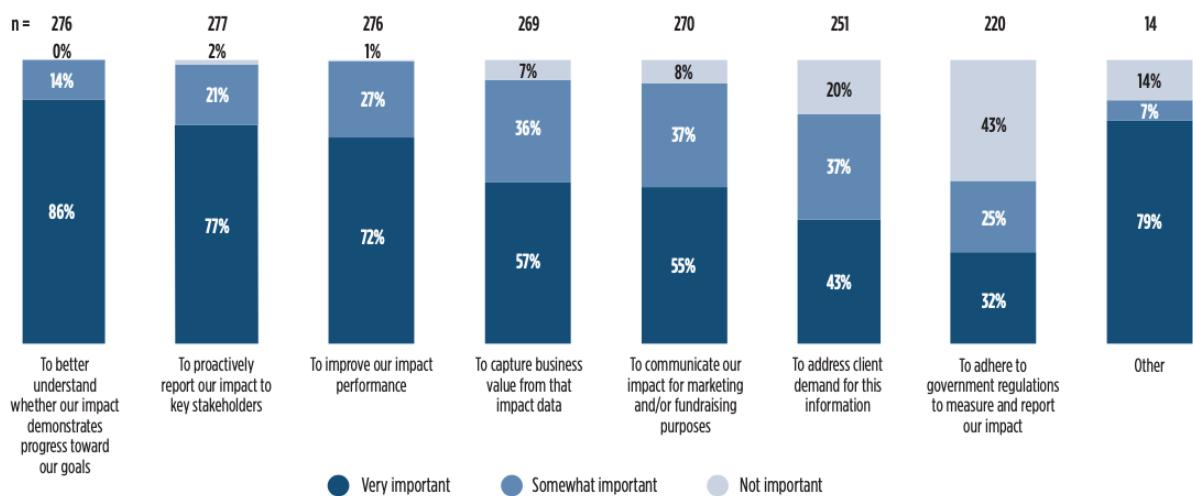
Dans son dernier rapport sur l'état des pratiques de mesure et de gestion d'impact (GIIN, 2020), le GIIN a su collecter des données très pertinentes quant aux différentes pratiques des acteurs (échantillon de 276 acteurs).

Premièrement, il est important de mentionner les principales raisons qui motivent les investisseurs à impact à mesurer cet impact. Le schéma ci-dessous reprend ces différentes raisons et donc les réponses de l'échantillon du GIIN.

Figure 10 : Les raisons de gérer et de mesurer l'impact (GIIN, 2020).

Figure 13: Reasons for measuring and managing impact

Number of respondents shown above each answer option. Those respondents who chose 'not sure/not applicable' have not been included.



Note: 'Other' motivations include to adhere to certification schemes, to demonstrate the value of a dual mission, to gather data on impact progress, and to promote learning and awareness.
Source: GIIN, *The State of Impact Measurement and Management Practice, Second Edition*

En se basant majoritairement sur les raisons sur lesquelles les acteurs accordent beaucoup d'importance, nous pouvons constater que la majorité des répondants mesure leur impact afin de :

- Mieux comprendre si l'impact généré démontre du progrès vers l'atteinte des objectifs d'impact
- Communiquer ce dernier à leurs parties prenantes
- Améliorer leur performance d'impact
- Tirer une valeur commerciale de ces données d'impact
- Communiquer leur impact à des fins marketing et pour récolter de nouveaux fonds (GIIN, 2020)

Les raisons sur lesquelles les acteurs accordent moins d'importance mais qui sont tout de même représentées sont :

- Pour répondre à la demande des clients concernant les informations d'impact
 - Pour adhérer aux régulations des gouvernements de mesure et de rapport d'impact (compliance)
- (GIIN, 2020)

Enfin, les répondants ayant répondu « autre » ont fourni d'autres raisons comme par exemple :

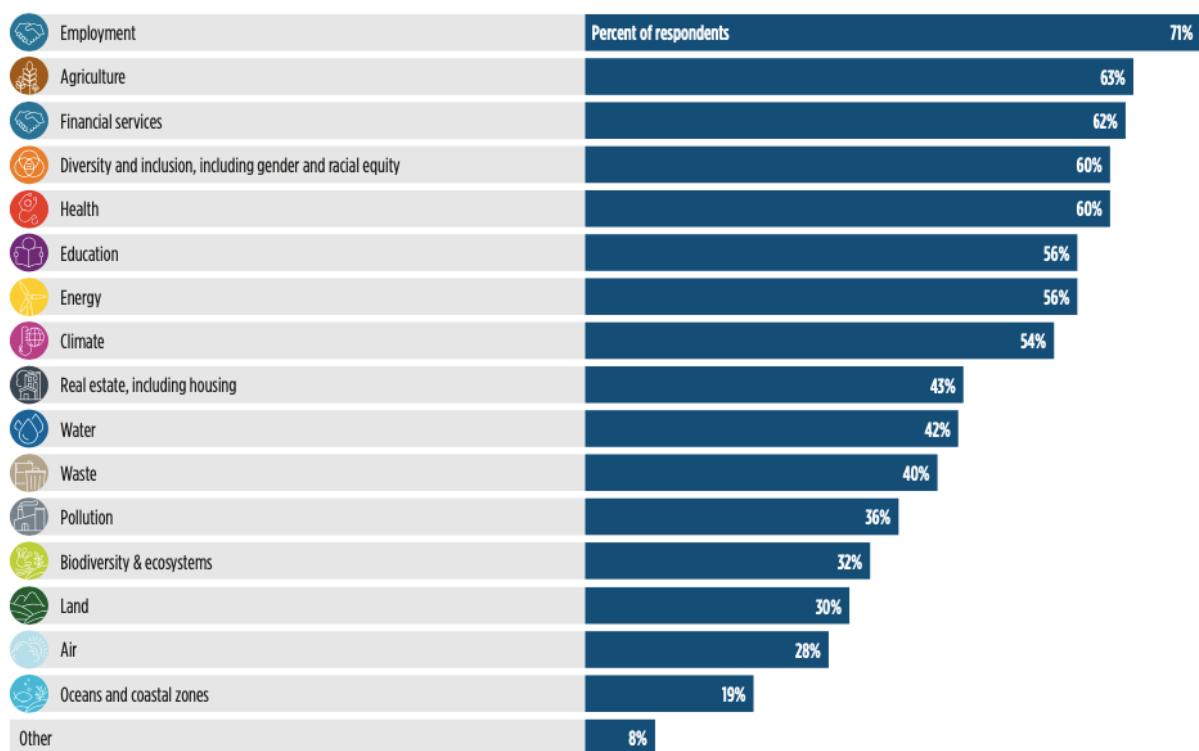
- Pour rendre l'impact créé plus comparable et transparent : création de Benchmark
- Pour aider les entreprises financées à améliorer leurs opérations et les aligner à leurs missions
- Pour mieux faire connaître l'importance de la mesure d'impact (GIIN, 2020)

Ensuite, nous trouvions intéressant de mentionner les différentes cibles ou objectifs d'impact visés par les acteurs de l'impact investing interrogés par le GIIN afin d'avoir un meilleur aperçu des secteurs d'investissement et des valeurs de ces investisseurs. Le schéma ci-dessous reprend ces différentes cibles.

Figure 11 : Les cibles d'impact (GIIN, 2020).

Figure 11: Target impact categories

n = 278; respondents could target multiple impact categories.



Note: These impact categories are aligned to IRIS+.⁵ 'Other' impact categories include telecommunications, logistics, human rights and immigration, arts & culture, government effectiveness, urban mobility, forestry, technology & ICT, fisheries, SME financing, disaster relief, and broader SDG alignment.

Source: GIIN, *The State of Impact Measurement and Management Practice, Second Edition*

Le GIIN spécifie bien que les acteurs peuvent cibler plusieurs catégories d'impact à la fois. On note tout de même une forte concentration sur la création d'emplois, l'agriculture et les services financiers. Ensuite nous pouvons constater qu'une grande partie des acteurs se concentre sur des services de base comme la santé, l'éducation et l'énergie, puis aussi à financer des solutions en faveur du climat (GIIN, 2020).

Toujours en lien avec ces cibles d'impact, il nous paraissait important de mettre en lumière les types de cibles et de données que veulent mettre en place les investisseurs pour mesurer leurs impacts. Les données récoltées par le GIIN rejoignent ce qui a été mentionné plus tôt dans ce travail par France Invest et le FIR quand ils indiquaient que l'évaluation d'impact pouvait se faire de manière qualitative et/ou quantitative. En effet, 39% des acteurs interrogés par le GIIN mettent en place des cibles ou données de mesure d'impact qualitatives et quantitatives. 26% utilisent uniquement des cibles quantitatives, 13% utilisent uniquement des cibles qualitatives et 22% ne mettent pas en place de cibles d'impact (GIIN, 2020).

Pour en terminer avec ces cibles d'impact, nous trouvions pertinent de relever les informations récoltées par le GIIN quant à la manière dont les cibles étaient mises en place (le GIIN précise que les répondants pouvaient sélectionner plusieurs réponses à cette question). Il s'avère que, à parts égales, 52% des acteurs interrogés (217 répondants sur ce cas précis) mettent en place des cibles d'impact en évaluant l'ampleur du problème à résoudre sur leur marché et/ou en se basant sur des programmes de développement mondiaux comme par exemple les Objectifs de Développement Durable (ODD) fixés par l'ONU. Ensuite, 45% des investisseurs interrogés mettent en place leurs cibles d'impact en fonction de leurs propres objectifs et valeurs. 43% de l'échantillon va se baser sur les performances d'impact actuelles et/ou historiques des entreprises dans lesquelles ils investissent et 41% vont se baser sur les objectifs d'impact propres aux entreprises dans lesquelles ils investissent. Enfin, 11% des acteurs interrogés vont tenir rigueur des avis d'une partie tiers externes ou d'un consultant pour fixer des objectifs d'impact (GIIN, 2020).

Le GIIN insiste bien sur le fait que les cibles d'impact fixées sont la majorité du temps revues et ajustées tout au long du cycle d'investissement et qu'elles ne sont donc pas statiques. En effet, 88% des répondants ont indiqué revoir leurs cibles et objectifs d'impact au cours de leurs investissements (GIIN, 2020).

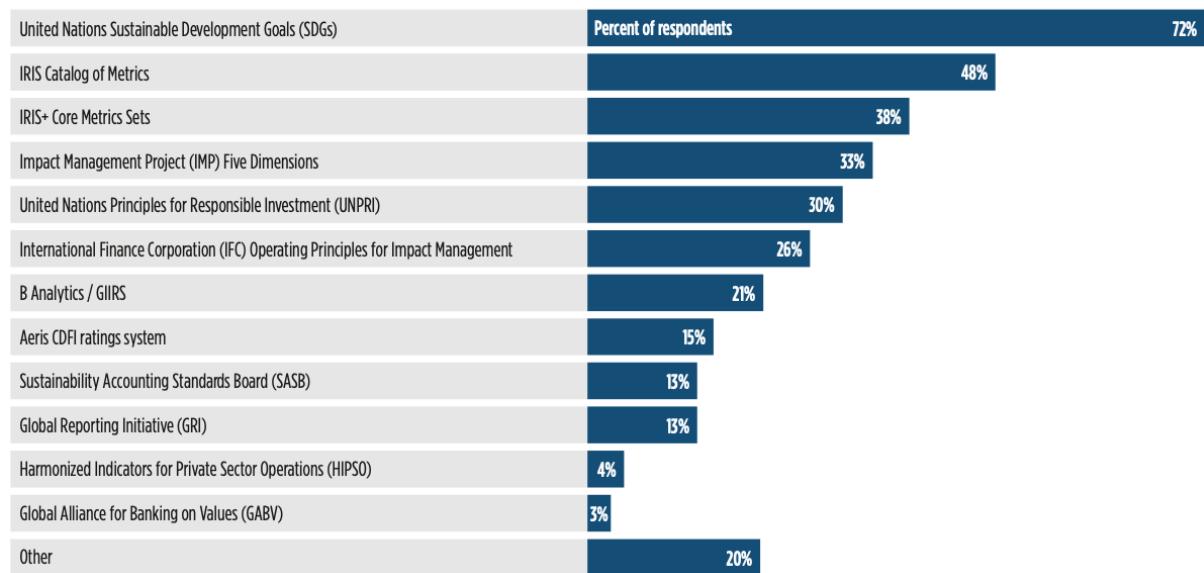
Toujours en se basant sur le rapport précieux du GIIN, et face à la difficulté que rencontrent les acteurs de l'impact investing à définir des indicateurs d'impact, il était important de parler de la manière dont ces acteurs sélectionnaient ces indicateurs d'impact (le GIIN précise que les répondants pouvaient sélectionner plusieurs réponses à cette question). Il se trouve que 72% des interrogés sélectionnent leurs indicateurs d'impact en se basant sur la stratégie de théorie du changement (nous reviendrons plus tard sur ce terme) qu'ils ont mis en place. 60% utilisent des outils existants standardisés ou des systèmes de notation reconnus dans le secteur pour déterminer des indicateurs d'impact. Une large partie des investisseurs à impact utilisent aussi leurs propres cibles ou objectifs d'impact afin de déterminer leurs indicateurs d'impact (56%). D'autres, 49% des interrogés, vont se baser sur les business modèles de leurs participations, 29% de l'échantillon vont se baser sur leurs propres valeurs et volonté de création d'impact et tant qu'investisseurs ou en fonction des exigences des investisseurs, puis 10% vont les déterminer en fonction des exigences réglementaires et/ou de crédit d'impôt. Enfin 4% vont sélectionner des indicateurs d'impact en se basant sur les ODD de l'ONU ou en se basant sur des exigences précises provenant de leurs clients (GIIN, 2020).

En se référant une dernière fois au rapport du GIIN, et pour transiter vers la prochaine partie qui concerne les outils utilisés, nous estimions indispensable de fournir les données récoltées par l'organisation spécialiste du secteur concernant les outils utilisés par les 257 répondants. Le schéma ci-dessous reprend ces outils.

Figure 12 : Les outils et structures utilisés pour la gestion et mesure d'impact (GIIN, 2020).

Figure 26: Tools and frameworks used in IMM

n = 257; optional question. Respondents could select multiple tools and frameworks.



Nous pouvons constater que les Objectifs de Développement Durable fixés par l'ONU sont très majoritairement utilisés dans la gestion et la mesure d'impact. Les outils IRIS et IRIS+ sont aussi très utilisés, suivi de près par l'Impact Management Project (IMP) et ses cinq dimensions. Les Principes pour l'Investissement Responsables développés par l'ONU sont aussi une structure de référence assez utilisée ainsi que les Principes de Fonctionnement de la Gestion de l'Impact développés par l'IFC. Nous sommes d'ailleurs assez étonnés, voire surpris, de constater que les Principes pour l'Investissement Responsables développés par l'ONU soit tant utilisés dans le cadre de l'impact investing car ces principes, comme leur nom l'indique, sont davantage associés à des pratiques d'investissements responsables, c'est à dire des investissements qui prennent en compte les critères ESG mais qui ne vont pas au-delà. L'outil *B Analytics / GIIRS* développé par le label *B-Corporations* (*B-Lab*) suivi de près par SASB (*Sustainability Accounting Standards Board*) et le GRI (*Global Reporting Initiative*). D'autres outils ont été cité et sont utilisés par une minorité des interrogés. Il est important de constater que 20% des acteurs interrogés ont indiqué qu'ils utilisaient d'autres outils ou structures, comme par exemple l'outil CERISE et ses dérivés, ou encore l'outil GOGLA et la certification CDFI. Cela montre la diversité des outils existants.

2.2. Les principaux outils, méthodes, bases et cadres utilisés pour la mesure d'impact

Nous allons maintenant citer et analyser brièvement plusieurs outils, méthodes, structures et cadres qui sont actuellement majoritairement utilisés par les praticiens de l'impact investing pour leur mesure d'impact. Le choix de ses outils est basé sur le graphique du GIIN ci-dessus (figure 12), sur les recherches effectuées pour la rédaction de la revue de littérature de manière plus générale, mais aussi sur notre période d'immersion au sein du fonds Scale Up pendant laquelle nous avons échangé avec plusieurs praticiens et menées de nombreuses recherches.

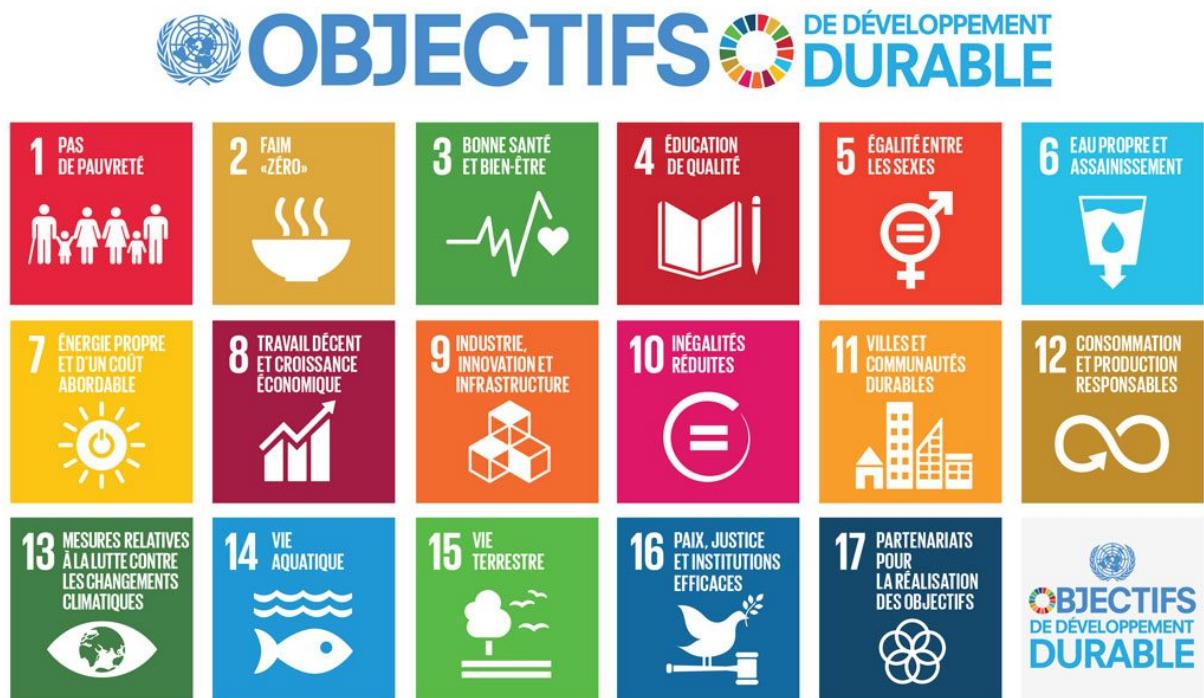
Nous avons choisi de ne pas énumérer les Principes pour l'Investissement Responsable de l'ONU (UNPRI) cités dans le graphique du GIIN car nous les associons davantage à des principes liés aux investissements qui intègrent les critères ESG mais moins à ceux créateurs d'impact. Nous citerons et analyserons deux autres outils qui ne sont pas repris par le GIIN : la théorie du changement et le SROI (Retour Social Sur Investissement). Le premier, plus connu sous son nom anglophone *theory of change*, est un outil très largement utilisé (So, Staskevicius, 2015) et souvent intégré dans d'autres outils, comme notamment l'IMP (Impact Management Project), très reconnu par le secteur. Le second, le SROI, est aussi très connu par le secteur et est largement utilisé (So, Staskevicius, 2015). Nous allons tenter de classifier ces différents outils afin d'avoir un meilleur aperçu de leur fonctionnalité et utilité dans la démarche de mesure d'impact.

Guides pratiques, cadres et bases

Par bases et cadres nous entendons les outils qui vont être utilisés non pas comme outils de mesure mais plutôt comme des outils qui serviront de cadres de référence, de points de départ sur lesquels les acteurs de l'impact investing se basent pour identifier les domaines d'impact et pour suivre une stratégie d'impact bien définie. Dans cette catégorie d'outil nous citerons deux outils principaux : les Objectifs de Développement Durable (ODD) de l'ONU et les Principes de fonctionnement de la gestion de l'impact développés par l'IFC. Nous citons ces outils car ils sont très majoritairement utilisés par les investisseurs à impact (GIIN, 2020) et que les ODD représentent un dénominateur commun pour se référer à l'impact (Gouiffès, 2021).

Les ODD ont été adopté en 2015 et sont au nombre de dix-sept. Selon l'ONU, ils « donnent la marche à suivre pour parvenir donnent la marche à suivre pour parvenir à un avenir meilleur et plus durable pour tous » (ONU, s. d).

Figure 13 : Les Objectifs de Développement Durable (ONU, s. d).



Chacun de ces objectifs ont des cibles associées qui permettent de mieux comprendre ce qu'ils sous-entendent et de clarifier chacun de ces objectifs.

Ensuite, les neuf Principes de Fonctionnement de la Gestion de l'Impact (que nous abrégerons par PFGI), que nous avons déjà cité plus haut dans ce travail, représentent un cadre qui permet de mieux gérer sa démarche de mesure d'impact. En fait, selon l'IFC, ces principes, s'ils sont respectés, permettraient d'avoir une gestion d'impact idéale (International Finance Corporation – IFC, 2020). Nous allons ci-dessous citer à nouveau les neuf principes :

- Définir un ou plusieurs objectifs d'impact stratégique, en cohérence avec la stratégie d'investissement.
- Gérer l'impact stratégique sur la base d'un portefeuille.
- Établir la contribution du manager à la réalisation de l'impact.
- Évaluer l'impact attendu de chaque investissement, sur la base d'une approche systématique.
- Évaluer, traiter, surveiller et gérer les impacts négatifs potentiels de chaque investissement.
- Suivre les progrès de chaque investissement en termes d'impact par rapport aux attentes et réagir de manière appropriée.
- Effectuer les sorties en tenant compte de l'effet sur l'impact durable.
- Examiner, documenter et améliorer les décisions et les processus en fonction de l'impact obtenu et des enseignements tirés.

- Divulguer publiquement l'alignement sur les principes et fournir une vérification indépendante régulière de cet alignement.
(International Finance Corporation – IFC, 2020).

Il y a pour chaque moment du cycle d'investissement un ou plusieurs principes applicables, ces derniers couvrent donc tout le cycle d'investissement.

Modèles logiques, outils de liens de causalité et qualitatifs

Dans cette catégorie nous allons retrouver plusieurs outils qui sont très largement utilisés dans la mesure d'impact dans le cadre de l'impact investing. Le premier outil dont on parlera et qui est reconnu comme étant la base de la mesure d'impact (Gouiffès, 2021) est la *theory of change*.

Theory of change

Le premier outil, qui devenu une référence dans toute organisation qui a besoin de mesurer un impact et aussi dans le domaine de l'impact investing (ce qui est confirmé par les réponses de notre questionnaire, partie 2 de ce travail) est le concept de *theory of change* ou théorie du changement.

Cette outil va en fait, dans un contexte donné, décrire et illustrer la manière et le pourquoi un changement voulu va se produire (The Center of Theory of Change, s. d). De manière pratique, celui (ou celle) qui va mettre en place une Théorie du changement va partir des objectifs à long terme qui sont visés et, depuis ces objectifs, il (ou elle) va réfléchir « à l'envers » afin d'identifier qu'est ce qui peut amener à l'atteinte de ces objectifs, on parlera de résultats. Il faudra dès lors identifier les liens de causalité qui entre les résultats obtenus et l'atteinte des objectifs à long-terme (The Center of Theory of Change, s. d). Pour ce faire, les participants de la théorie du changement en question doivent et être d'accord sur les objectifs fixés à long-terme, identifier des indicateurs clés de performances (KPIs) mesurable, puis se mettre d'accord sur les actions ou stratégies qui permettront d'atteindre les objectifs (The Center of Theory of Change, s. d). Selon le *Center of Theory of change*, cet outil se distingue par ses capacités à :

- « Montrer un chemin causal d'ici à là en spécifiant ce qui est nécessaire pour que les objectifs soient atteints.
 - Obliger à formuler des hypothèses sous-jacentes qui peuvent être testées et mesurées.
 - Modifier la façon de penser aux initiatives en passant de ce que vous faites à ce que vous voulez atteindre et en commençant par-là ».
- (The Center of Theory of Change, s. d).

Selon Verrinder, N-B, Zwane, K. et al., la théorie du changement est un outil efficace pour identifier des indicateurs mesurables, pour la communication de l'impact et aussi grâce à sa faculté d'interroger la logique du pourquoi et du comment. En revanche, ils insistent sur le fait que cette théorie ne suffit pas à elle seule à mesurer l'impact puisqu'elle va servir à identifier ce qui doit être mesurer. Enfin, pour eux, l'application de cette théorie permet d'avoir une très bonne base lorsque l'on veut se lancer dans une démarche de mesure d'impact et qu'elle est limite indispensable (Verrinder, N-B, Zwane, K. et al., 2018).

Cette *theory of change* est souvent accompagnée de la chaîne de valeur d'impact que nous allons présenter maintenant.

Chaine de valeur d'impact

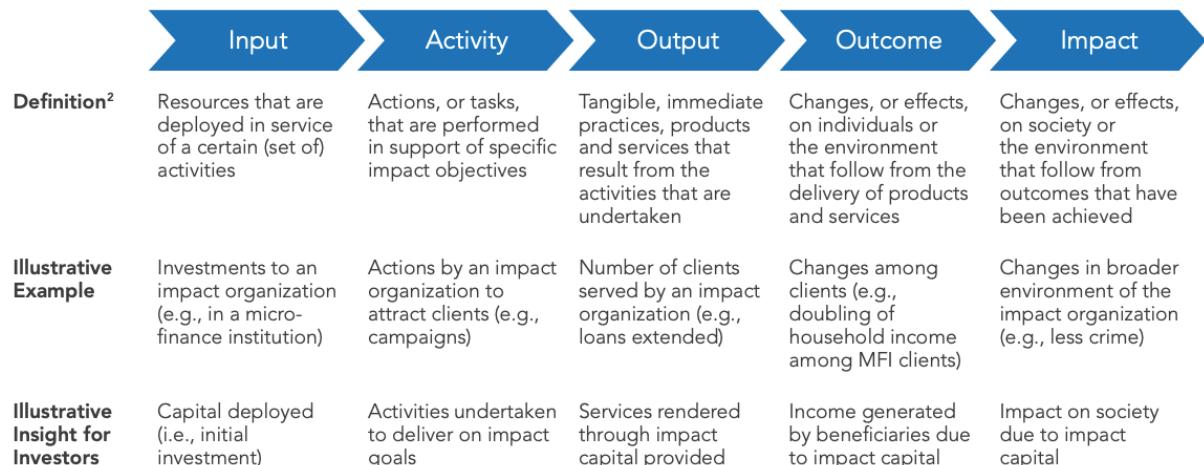
La chaîne de valeur d'impact peut en effet être assimilée à la *theory of change* puisqu'elle reprend la même idée, à savoir d'identifier le pourquoi du comment, et qu'elle est aussi basée sur un modèle logique (Social Impact Investment Taskforce, 2014).

Cette chaîne de valeur va se caractériser par cinq dimensions, étapes ou niveaux qui sont premièrement l'*Input* qui correspond donc aux ressources qui sont employées pour une certaine activité ; *Activity* qui est donc l'activité et l'action qui est mise en œuvre pour atteindre des résultats d'impact ; *Output* qui correspond au résultat tangible, produit ou service qui provient de l'activité précédemment citée ; *Outcome* qui va correspondre au changement induit ou effet produit par l'*output* en faveur d'un bénéficiaire ; puis l'*Impact* qui va correspondre au changement induit ou effet produit par l'*outcome* en faveur de l'environnement ou de la société (Social Impact Investment Taskforce, 2014). L'abréviation souvent utilisée pour décrire ce concept est IAOI.

Le schéma ci-dessous reprend toutes ces étapes et permettra de mieux visualiser la chaîne de valeur d'impact.

Figure 14 : La chaîne de valeur d'impact (Social Impact Investment Taskforce, 2014).

Exhibit 3: Impact Value Chain¹



(1) The Impact Value Chain is built on the basic logic model, developed by Carol Weiss and Joseph Wholey

Weiss, C.H. (1972). Evaluation Research. Methods for Assessing Program Effectiveness. Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey

(2) Definitions are adapted borrowing heavily from both the EU Standard for Social Impact (GECES report) and the European Venture Philanthropy Association's "A Practical Guide to Measuring and Managing Impact" publication

Nous retrouvons donc bien dans le schéma les cinq étapes avec leurs définitions et des exemples illustratifs pour chaque étape de la chaîne de valeur d'impact. Des exemples adaptés aux investisseurs sont également illustrés afin de montrer que cette chaîne est aussi bien pertinente pour l'entreprise financée que pour l'investisseur.

Impact Management Project (IMP)

L'IMP est un forum qui a pour but de construire un consensus global sur la mesure d'impact. 2000 praticiens ont participé à l'élaboration de ce forum en partageant leurs pratiques. De nombreux organismes de standardisation soutiennent ce forum (B Lab, GIIN, OECD, PRI, GRI, UN Global Compact, Social Value International et plus encore.) (Impact Management Project, s. d.). Cet outil est autant utilisable par les entreprises à impact que par les investisseurs et se caractérise par cinq dimensions d'impact et quinze catégories de données d'impact. Ces dimensions sont le résultat de plusieurs discussions avec, entre autres, les 2000 praticiens et représentent un consensus sur le fait que l'impact peut être mesuré à travers ces dimensions.

Le schéma ci-dessous reprend les cinq dimensions d'impact ainsi que les questions qu'il faut se poser pour répondre à ces dimensions.

Figure 15 : Les cinq dimensions de l'IMP (Impact Management Project, s. d).

The IMP reached global consensus that impact can be measured across five dimensions: What, Who, How Much, Contribution and Risk

Impact dimension	Impact questions each dimension seeks to answer
<input type="checkbox"/> What	<ul style="list-style-type: none"> • What outcome is occurring in the period? • Is the outcome positive or negative? • How important is the outcome to the people (or planet) experiencing them?
<input type="radio"/> Who	<ul style="list-style-type: none"> • Who experiences the outcome? • How underserved are the affected stakeholders in relation to the outcome?
<input type="line"/> How Much	<ul style="list-style-type: none"> • How much of the outcome is occurring - across scale, depth and duration?
<input type="plus"/> Contribution	<ul style="list-style-type: none"> • Would this change likely have happened anyway?
<input type="triangle"/> Risk	<ul style="list-style-type: none"> • What is the risk to people and planet that impact does not occur as expected?

Le *What* vise à montrer à quels résultats les activités de l'entreprise contribuent, qu'ils soient positifs ou négatifs et à quel point ces résultats sont importants pour les parties prenantes. Le *Who* vise à identifier quelles parties prenantes sont concernées par les résultats engendrés par les activités de l'entreprise et à quel point ces parties prenantes sont défavorisées par rapport à ces résultats.

Le *How Much* vise à montrer combien de parties prenantes sont touchées par les résultats de l'entreprise, à quel point ces parties prenantes sont touchée (c'est à dire quel degré de changement connaissent-elles) et pendant combien de temps seront-elles affectées.

Contribution vise à montrer l'additionnalité de l'entreprise et/ou de l'investisseur et cherche donc à montrer si les efforts de l'entreprise et/ou de l'investisseur ont permis d'atteindre des résultats meilleurs que ceux qui auraient été atteints autrement.

Enfin, la partie *Risk* cherche à montrer quel est le risque pour la société et pour l'environnement que l'impact voulu ne se produise pas.

(Impact Management Project, s. d)

L'illustration ci-dessous reprend les quinze catégories de données d'impact qui sont réparties par dimensions d'impact.

Figure 16 : Les quinze catégories de données d'impact de l'IMP (Impact Management Project, s. d).

Enterprises and investors can assess their impact performance by assessing and reporting 15 categories of data

Impact dimension	Impact data category	Description
□ What	1. Outcome level in period	The level of outcome experienced by the stakeholder when engaging with the enterprise. The outcome can be positive or negative, intended or unintended.
	2. Outcome threshold	The level of outcome that the stakeholder considers to be a positive outcome. Anything below this level is considered a negative outcome. The outcome threshold can be a nationally or internationally-agreed standard.
	3. Importance of outcome to stakeholder	The stakeholder's view of whether the outcome they experience is important (relevant to other outcomes). Where possible, the people experiencing the outcome provides this data, although third party research may also be considered. For the environment, scientific research provides this view.
	4. SDG or other global goal	The Sustainable Development Goal target or other global goal that the outcome relates to. An outcome might relate to more than one goal.
○ Who	5. Stakeholder	The type of stakeholder experiencing the outcome.
	6. Geographical boundary	The geographical location where the stakeholder experiences the social and/or environmental outcome.
	7. Outcome level at baseline	The level of outcome being experienced by the stakeholder prior to engaging with, or otherwise being affected by, the enterprise.
	8. Stakeholder characteristics	Socio-demographic and/or behavioural characteristics and/or ecosystem characteristics of the stakeholder to enable segmentation
■ How Much	9. Scale	The number of individuals experiencing the outcome. When the planet is the stakeholder, this category is not relevant.
	10. Depth	The degree of change experienced by the stakeholder. Depth is calculated by analysing the change that has occurred between the "Outcome level at baseline" (Who) and the "Outcome level in period" (What).
	11. Duration	The time period for which the stakeholder experiences the outcome
+ Contribution	12. Depth counterfactual	The estimated degree of change that would have happened anyway - without engaging with, or being affected by, the enterprise. Performance of peer enterprises, industry or local benchmarks, and/or stakeholder feedback are examples of counterfactuals that can be used to estimate the degree of change likely to occur anyway for the stakeholder.
	13. Duration counterfactual	The estimated time period that the outcome would have lasted for anyway - without engaging with, or being affected by, the enterprise. Performance of peer enterprises, industry or local benchmarks, and/or stakeholder feedback are examples of counterfactuals that can be used to estimate the duration likely to occur anyway for the stakeholder.
△ Risk	14. Risk type	The type of risk that may undermine the delivery of the expected impact for people and/or the planet. There are nine types of impact risk.
	15. Risk level	The level of risk, assessed by combining the likelihood of the risk occurring, and the severity of the consequences for people and/or the planet if it does.

L'IMP a également établi une partie exclusivement consacrée aux investisseurs. En effet, une fois que l'analyse de l'entreprise a été effectué à l'aide des cinq dimensions et des quinze catégories de données d'impact, l'investisseur peut classifier l'impact en plusieurs types représentés par les lettres A, B ou C⁵ :

- A → *Act to avoid harm* – Agit pour éviter des préjudices
 - B → *Benefit to stakeholders* – Bénéficie à ses parties prenantes
 - C → *Contribute to solutions* – Contribue à des solutions
- (Impact Management Project, s. d)

Enfin, en terme d'additionnalité, l'IMP propose quatre stratégies aux investisseurs qui peuvent être combinables. La première consiste à signaler que mesurer l'impact est important. Cette première stratégie consiste davantage à une intentionnalité de l'investisseur qui va exprimer ses valeurs et est la base. La seconde stratégie consiste pour l'investisseur à

⁵ Où A représente un impact minimum, B un impact moyen et C un impact maximum.

s'engager activement auprès des entreprises dans lesquelles il investit pour améliorer leurs performances sociales et/ou environnementales. La troisième vise à investir dans des marchés dans lesquels peu de capitaux sont fournis et investis. Enfin, la quatrième et dernière stratégie consiste à fournir ce que l'IMP appelle du capital flexible ce qui sous-entend d'accepter parfois un retour sur investissement quasi nul pour des entreprises génératrice d'impacts très importants (Impact Management Project, s. d).

Nous pouvons constater que l'IMP est un outil complet et reconnu par des organisations expertes dans le secteur de l'impact investing et de la mesure d'impact. Certains pensent que l'IMP va devenir l'IFRS de l'impact investing, que cet outil permet en fait d'enfin parler le même langage et d'avoir un standard autour de l'analyse d'impact (Bonaldo, 2021). Selon Alex Bonaldo, Directeur du développement d'une agence de notation d'impact canadienne (Impak), l'IMP est un outil légitime car il provient d'un consensus établi entre les acteurs majeurs de l'impact investing et de la mesure d'impact. Pour lui, l'IMP a un vrai aspect holistique et est multidimensionnel avec ses cinq catégories puisqu'on y retrouve l'intentionnalité, l'additionnalité, mais aussi la *theory of change* (Bonaldo, 2021). Bonaldo reconnaît tout de même qu'un outil de mesure auto-évaluatif n'est jamais parfait et qu'il faut toujours ajouter le maximum d'informations qui semblent être pertinentes. Enfin, il estime que l'analyse par un tiers de confiance à tout son rôle à jouer dans la vérification (Bonaldo, 2021).

Outils d'indicateurs standardisés et d'évaluation

Par outils d'indicateurs nous entendons les outils qui ont été créé, notamment par le GIIN et par B-Lab (une autre organisation américaine de certification qui a pour but de déterminer si oui ou non les entreprises qu'elle analyse sont bénéfiques à la société), pour aider les investisseurs à impact à se baser sur des indicateurs standardisés pour mesurer leur impact. Nous parlerons de deux outils principaux dans cette partie : IRIS et sa nouvelle version IRIS+ développés par le GIIN et GIIRS développé par B-Lab.

IRIS et IRIS+ - Impact Reporting and Investment Standards

IRIS et IRIS+, la nouvelle version de l'IRIS (nous parlerons désormais que de l'IRIS+), est un outil en ligne, ouvert à tous et gratuit qui contient une large base de données d'indicateurs qui sont définis pour aider les investisseurs à impact à mesurer et suivre leur impact (Thirion, 2019). Ces indicateurs ont été créé en les classant par secteurs d'activité, thèmes et/ou par ODD et ont été inspiré d'autres outils reconnus, notamment de l'Impact Management Project (GIIN, 2019). Selon le GIIN, les indicateurs de l'IRIS+ ont les caractéristiques suivantes :

- Ils sont clairs, pratiques, exploitables et comparables. Des formules et des suggestions de calculs y sont incorporées pour faciliter leur utilisation.

- Ils couvrent l'ensemble du cycle d'investissement du screening, à la due diligence, à l'engagement, au suivi, jusqu'à la sortie (exit) du capital de l'entreprise.
- Ils sont combinables avec n'importe quelle autre méthode d'analyse et de rapport d'impact.
- Ils sont utilisables par le plus grand nombre de par leur ancrage dans des données généralement collectées. Les investisseurs peuvent aussi se servir des indicateurs comme guide pour structurer les données qu'ils veulent collecter.
- Ils permettent de comparer les données recueillies et comparer des investissements similaires.

(GIIN, 2019)

Toujours d'après le GIIN, l'ensemble des mesures de l'IRIS+ suivent la même structure, à savoir :

- L'objectif d'impact recherché par l'entreprise ou l'investissement
- Les résultats à mesurer
- Les questions clés à se poser alignées avec celles de l'IMP : *What, Who, How Much, Contribution, Risk* et une de plus : *How* (comment le changement est induit)
- Des données supplémentaires si nécessaire
- Une dimension ou fonctionnalité personnalisable, c'est à dire que l'investisseur peut ajouter des indicateurs spécifiques qu'il trouve pertinents alignés avec ceux de l'IRIS+

(GIIN, 2019)

Nous pouvons constater que l'IRIS+ s'entremêle avec d'autres méthodes, notamment avec l'IMP et que cet outil est vraiment à la recherche d'uniformisation, de standardisation et de simplification dans la pratique de la mesure d'impact.

GIIRS – Global Impact Investing Rating System

Le GIIRS a été développé par l'organisation B-Lab qui est un des leaders dans la création de standards (outil de notation et d'évaluation), d'outils pour les entreprises et de certification d'entreprises qui contribuent à améliorer la société ou l'environnement. Les entreprises qui reçoivent la certification B-Corp (pour Benefit Corporations) sont reconnues comme contributrices à des solutions en faveur de l'environnement ou de l'aspect social. Depuis sa création, B-Lab a créé plusieurs outils et systèmes de certification. On retrouve notamment le *B Impact Assessment* qui a pour but de certifier ou non des B-Corp ; le *SDG Action Manager* qui a pour but d'apprécier si oui ou non les activités d'une entreprise sont alignées aux ODD de l'ONU ; et le GIIRS qui utilise le *B Impact Assessment* pour analyser l'impact d'un fonds d'investissement ainsi que son portefeuille sur la gouvernance, les travailleurs, la société, les clients ou encore l'environnement (B-Analytics, s, d). Selon B-Analytics, utiliser l'outil GIIRS est utile pour plusieurs raisons. Tout d'abord cela permet de prouver la thèse d'impact du fonds et cela donne une image holistique de l'impact du fonds et de ses participations. Ensuite, il

permet d'avoir un historique en termes d'impact et cela peut servir pour attirer de nouveaux investisseurs. Le GIIRS permettrait également de comparer ses résultats et performances d'impact puisque plus de treize mille entreprises et quatre-vingt-dix fonds utilisent l'outil ce qui permet d'avoir de bons benchmarks en termes d'impact. Cet outil permet également d'avoir, encore une fois, une vue holistique sur ses performances d'impact et donc d'identifier des points d'améliorations sur lesquels travailler pour atteindre encore plus d'impact. Enfin, le GIIRS permet aux fonds souscripteurs d'avoir toutes leurs données liées à l'impact concentrées sur une seule et même plateforme et donc de faciliter la gestion de l'impact de manière générale (B-Analytics, s, d).

Dans leur article intitulé *Mapping the emergence of a new organisational form : An exploration of the intellectual structure of the B Corp research*, Blasi, S. et Sedita, S-R., décrivent le GIIRS comme étant un système de notation et une plateforme d'analyse qui aide les investisseurs institutionnels à prendre en compte l'impact des initiatives RSE (Responsabilité Sociale des Entreprises) d'une entreprise avec la même attention utilisée pour analyser les performances financières d'une entreprise (Blasi, Sedita, 2021).

Outil quantitatif et de monétisation

SROI – Social Return On Investment

Dans cette partie nous parlerons d'un outil très connu dans le secteur de l'impact investing : le SROI (*Social Return On Investment*) soit le retour social sur investissement. Cet outil d'abord apparu aux États-Unis puis formalisé au Royaume-Uni en 2006 par le SROI Network, propose de mesurer des changements économiques, environnementaux et sociaux engendrés par les activités d'une entreprise à mission ou sociale, ou de tout autre projet, et de valoriser ces changements en leur attribuant une valeur monétaire (ESSEC, 2015). En fait le SROI permet d'initier et de mesurer ces changements et va exprimer cela en valeurs monétaires pour ensuite faire un rapport coûts/bénéfices. Par exemple, un rapport de 3/1 indiquerait qu'un investissement d'un euro rapporterait trois euros de valeur sociale (ESSEC, 2015). La mise en place du SROI comprend six étapes majeures que sont :

- Définir le champ d'application de l'outil et identifier les parties prenantes concernées
 - Mettre en lumière le changement à l'aide d'une théorie du changement par exemple ou d'une chaîne de valeur d'impact
 - Attester des résultats mesurables et leur attribuer une valeur
 - Déterminer l'impact et le délimiter
 - Faire le calcul du SROI : on additionne les bénéfices que l'on soustrait ensuite aux externalités négatives, on peut également mettre en place des analyses de sensibilité
 - Enfin, rendre compte des résultats et les considérer. Il est aussi intéressant de comparer les SROI entre différentes organisations.
- (ESSEC, 2015).

L'outil du SROI est en fait un outil qui combine plusieurs autres méthodes, on retrouve notamment la théorie du changement et quelques aspects de l'IMP. Nous pouvons constater qu'il s'agit d'un outil qui va utiliser des informations qualitatives pour les transformer en une information quantitative monétaire, unité universelle qui parle à tout le monde. Cet outil est aussi beaucoup utilisé par des organisations philanthropiques, des Foundations, ONG et aussi par les gouvernements est aussi utile pour lever des fonds car il prouvera que pour tant d'argent investi, tant de valeur sociale et/ou environnementale sera créée (Arvidson et al., 2013).

Nous avons dans cette partie mentionné plusieurs outils standardisés existant et avons tenté de les classifier par type. Nous avons fait le choix de ces outils car ils font partie des outils majoritairement utilisés par les praticiens. Il existe encore beaucoup d'autres outils qui pourraient être classés dans les quatre catégories que nous avons créées. Nous pensons notamment au GRI (Global Reporting Initiative), au SASB (Sustainability Accounting Standards Board) mais aussi à l'outil français CERISE.

Concernant ce que nous avons vu avec les différents outils étudiés, nous avons pu constater qu'il existe souvent des ressemblances entre les outils. Par exemple, nous retrouverons souvent la notion de *theory of change* ainsi que certains aspects de l'IMP (qui lui aussi est lié à la *theory of change*) puis les indicateurs du GIIRS sont souvent basés sur ceux de l'IRIS et IRIS+ (Thirion, 2019). Nous pouvons admettre que la théorie du changement est vraiment une base de la mesure d'impact qui va servir de point de départ ainsi que de base de réflexion pour lancer la démarche de mesure d'impact. Toujours en lien avec la théorie du changement le concept IAOOI (chaîne de valeur d'impact) est aussi beaucoup utilisé et s'avère être efficace.

Ce qui ressort également des outils existants est que la plupart sont des outils catégorisés dans les parties A et B à savoir des guides pratiques, cadres et bases et des modèles logiques, plutôt qualitatifs qui vont chercher des liens de causalité. D'après le rapport du GIIN (GIIN, 2020), les indicateurs des outils IRIS et IRIS+ sont beaucoup utilisés et il semble que ce soit cet outil qui soit le plus avancé dans la catégorie des outils d'indicateurs, ceux qui vont permettre une véritable mesure d'impact. Cependant, cet outil est aussi critiqué pour son manque de flexibilité et d'adaptabilité face à des situations et des contextes plus spécifiques de mesure d'impact (Reisman et al., 2018). Face à ce manque d'adaptabilité et de flexibilité, mais aussi souvent par manque de ressources, de pertinence et de temps, beaucoup d'investisseurs vont opter pour la création d'outils sur-mesure, en s'inspirant ou non d'outils standardisés (cf questionnaire partie 2).

Nous allons maintenant parler des challenges rencontrés par les praticiens de la mesure d'impact et montrer que cette dernière représente encore aujourd'hui un travail en état de progression.

2.3. Challenges rencontrés dans la mesure d'impact

Depuis la création du terme impact investing en 2007, de nombreuses recherches, d'écosystèmes, d'organisations, de standards et de méthodologies ont vu le jour, notamment à propos des méthodes de mesure d'impact. Cependant, malgré tous ces travaux et le développement qu'a connu le marché de l'impact investing ces dernières années, l'exercice d'évaluation et de mesure d'impact reste assez complexe et est encore un travail et un défi en cours de progression. Les praticiens ne sont souvent pas satisfaits des outils existants qui ne trouvent pas toujours pertinents, faciles d'utilisation et adaptés à leurs besoins et ressources (Thirion, 2019).

Dans son rapport sur l'état des pratiques de mesure d'impact, le GIIN a relevé des données pertinentes quant aux principaux challenges auxquels font face les acteurs de l'impact investing. Les principaux challenges énumérés et ressentis par ces acteurs sont les suivants et représentent les challenges du marché en général (GIIN, 2020) :

- Le manque de transparence sur les performances d'impact, y compris sur les objectifs et les résultats d'impact
 - La complexité d'intégrer la gestion et la mesure d'impact aux décisions financières
 - La fragmentation existante des différentes approches et méthodologies pour gérer et mesurer l'impact
 - Le manque de compréhension des investisseurs et/ou donateurs des pratiques et des rapports de gestion et mesure d'impact
 - La sophistication des outils et cadres de gestion et de mesure d'impact
 - L'indisponibilité de professionnels ayant des compétences en termes de gestion d'impact
 - Le manque de recherches et de données sur les pratiques de la gestion et mesure d'impact
 - Le manque de conseils pour la gestion et la mesure d'impact
- (GIIN, 2020)

Le GIIN a également su récolter des informations sur les challenges rencontrés dans la pratique de la gestion et de mesure d'impact au sein même des organisations, c'est à dire qu'il s'agit vraiment de challenges opérationnels. Pour les organisations interrogées (266), les principales difficultés sont de :

- Comparer leurs résultats d'impact avec les performances d'impact du marché
- Collecter des données de qualités
- Agréger, analyser et interpréter les données
- Identifier et de sélectionner des objectifs et des résultats d'impact appropriés
- Utiliser les données d'impact pour la prise de décisions
- Inclure et faire adhérer les principaux décideurs de l'organisation à la démarche de gestion et de mesure d'impact

- Définir la stratégie d'impact
(GIIN, 2020)

D'autres challenges sont mentionnés par les experts du secteur. Parmi ces autres challenges ressentis et les points sur lesquels il faudrait travailler dans le futur, il faudra que l'investisseur définisse clairement l'impact qu'il veut générer grâce à son investissement et donc qu'il sache vraiment ce qu'il veut mesurer que ça soit un résultat ou une transformation structurelle (Tankwe, 2021). Aussi, les outils que nous avons précédemment cités permettent d'avoir un cadre de base pour gérer et mesurer l'impact mais il faut choisir les outils et méthodes adaptés à ses besoins, à ses ressources (temps, argent, personnel, etc.) et qui répondent au contexte d'investissement (Stievenart, 2021). Cela peut faire allusion à deux challenges relevés par le GIIN qui sont la fragmentation existante des différentes approches et méthodologies pour gérer et mesurer l'impact et la sophistication des outils et cadres de gestion et de mesure d'impact. En effet face aux nombreux outils existants, un investisseur qui souhaite se lancer dans la mesure d'impact ne saura pas forcément par où commencer avec toutes ces méthodes à sa disposition. En fait, en essayant de simplifier et d'harmoniser la gestion et la mesure d'impact, les organisations promotrices de méthodes standardisées peuvent aussi semer la confusion chez les praticiens par le nombre trop important de ressources mis à leur disposition. Pour Stievenart, toutes les méthodes ont des limites (Stievenart, 2021). Par exemple, elle estime que le SROI est couteux et assez complexe. Aussi, face aux nombreux acteurs qui utilisent des systèmes de notations pour l'évaluation d'impact (cf réponses questionnaire partie 2), la Directrice du think tank français impact Tank, dédié à l'évaluation d'impact, estime que ces systèmes de notations ne sont jamais parfaits et qu'il faut y ajouter des commentaires avec des informations qualitatives et quantitatives supplémentaires (Stievenart, 2021). Enfin un des challenges prédominants dans la mesure d'impact est bien sur celui de l'*impact washing* (Bengo et al., 2021).

D'autres challenges seront énumérés dans la deuxième partie grâce aux réponses récoltées sur le terrain.

3) Conclusion

Cette revue de littérature nous a permis de revenir sur les différentes stratégies existantes de l'investissement socialement responsable et de replacer l'impact investing dans cette stratégie d'investissement. Il était également intéressant de faire le point sur l'historique des stratégies d'investissement socialement responsable, notamment grâce à l'article récemment publié par Busch et al. (Busch et al., 2021), et d'arriver jusqu'à l'impact investing. La définition de ce dernier est maintenant bien établie et les acteurs ont trouvé un consensus quant aux trois caractéristiques qui vont matérialiser un investissement à impact, à savoir l'intentionnalité, l'additionnalité et la mesure d'impact.

Il est clair que le marché de l'impact investing s'est beaucoup développé ces dernières années. Nous avons pu apprécier l'augmentation des acteurs, des actifs sous gestion et le nombre important de types d'actifs concernés par ce genre d'investissement. Le fait que l'Union Européenne (UE) mette en œuvre des directives concernant les investissements socialement responsables en y incluant les investissements à impact, notamment avec l'article 9 de la dernière directive, montre également bien l'essor de ces investissements et la nécessité de cadrer cet engouement pour éviter notamment le *green washing*.

La partie sur la gestion, l'analyse et la mesure d'impact nous a bien montré que ces pratiques, indispensables et ancrées à l'impact investing, restent encore aujourd'hui évolutives. En effet, malgré les nombreux efforts menés par les organisations les plus reconnues du secteur, la mesure d'impact reste un défi scientifique et méthodologique et encore beaucoup de recherche, de collaboration entre les acteurs seront nécessaire pour continuer d'améliorer les pratiques. Les travaux déjà effectués et les outils existants offrent tout de même une bonne base, de qualité, pour se lancer dans sa démarche d'impact. Parmi ces outils, il est ressorti que la notion de *theory of change* est la référence pour commencer l'exercice de mesure d'impact et cela a aussi été confirmer dans la seconde partie de ce travail où la majorité des acteurs interrogés utilise cet outil dans leur démarche de mesure d'impact. Nous avons pu constater que les outils existants ont souvent des similitudes, notamment au niveau des modèles logique et des outils d'indicateurs standardisés dans lesquels on retrouvera très fréquemment la notion de *theory of change*.

Enfin, ce qui démontre aussi que la mesure d'impact est encore un travail en progression est le fait que les acteurs rencontrent encore de nombreux challenges. En effet, les tentatives d'harmonisation des pratiques et outils partent d'une bonne intention et aide sans aucun doute de nombreux acteurs mais elles sèment également des confusions chez ces derniers qui ne savent pas toujours par où commencer face aux nombreux outils disponibles. Le fait que ces outils ne soient pas toujours adaptés aux besoins et ressources des investisseurs, qu'ils ne soient pas toujours très flexibles et qu'ils demandent une allocation importante de ressources, vont mener beaucoup de praticiens à opter pour la création d'outils sur-mesure, en s'inspirant ou non d'outils standardisés (cf questionnaire partie 2).

Le FIR et France Invest identifient trois sujets complexes qui nécessitent d'être étudiés et améliorés : la mesure d'impact net (externalités positives ajustées aux externalités négatives) ; le périmètre d'impact au niveau de l'entreprise (savoir si l'impact est généré par les produits ou services ou par les processus de l'entreprise) ; l'agrégation des indicateurs d'impact (sujet également évoqué dans les challenges rencontrés par les acteurs) (FIR, France Invest, 2021). Nous aimerais en ajouter un dernier : l'impact généré par l'investissement lui-même (comment déterminer à quel point l'investissement contribue à l'impact de l'entreprise).

II) Étude empirique : analyse des pratiques, des méthodologies et des défis rencontrés par les praticiens

1) Description de la méthodologie utilisée

Dans le cadre de ce travail, il était important de récolter des données provenant directement du terrain afin d'avoir un réel aperçu des différentes pratiques, méthodologies et défis rencontrés par les praticiens en matière d'évaluation et de mesure d'impact. Pour ce faire, nous avons conçu un questionnaire anonyme pour interroger les acteurs de l'impact investing. Ce questionnaire était composé de 37 questions que nous avons organisées selon plusieurs thèmes. Le premier thème visait à récolter des informations sur le type de l'organisation interrogée et ses activités. Le second thème nous donnait des informations sur la gestion de l'impact de l'organisation. Le troisième avait pour but d'avoir des informations sur les outils utilisés par l'organisation. Enfin, le quatrième et dernier thème avait pour finalité de récolter des informations sur la mesure d'impact de l'entreprise elle-même.

Ce questionnaire a été envoyé à des acteurs provenant de différentes localisations. En effet, les répondants sont majoritairement basés en France, une partie vient de Belgique et un répondant est basé au Canada. Cela s'explique par le fait que nous avons trouvé un annuaire provenant du FIR (Forum pour l'Investissement Responsable) et de France Invest qui reprenait tous les acteurs français de l'impact investing et leurs contacts directs. Nous avons donc pu contacter directement des personnes pertinentes dans le cadre de ce travail. Ensuite, pour la Belgique, nous avons eu la chance d'avoir des contacts directs grâce à notre immersion au sein du fonds Scale Up (nous reviendrons plus tard sur ce point, notamment dans la troisième partie de ce travail), puis nous nous sommes servis du réseau des acteurs de l'impact investing en Belgique : Solifin (<https://solifin.be/fr/>) afin de récolter davantage de réponses. Nous avons également partagé le questionnaire sur le réseau social LinkedIn sur des groupes spécialisés en impact investing qui regroupaient des acteurs internationaux, d'où notre répondant d'origine canadienne. Il y a eu d'autres répondants obtenus grâce au partage du questionnaire sur ces groupes mais nous n'avons pas d'informations concernant leurs nationalités. Enfin, le questionnaire et notre immersion au sein du fonds Scale Up nous ont permis d'organiser quelques entretiens directs pour échanger sur la mesure d'impact avec quelques acteurs.

2) Questionnaire

2.1. Description de l'échantillon, des types d'entreprises interrogées et leurs activités

Notre échantillon est représenté par 22 organisations actives dans l'impact investing. Le fait que l'échantillon ne soit pas très large représente bien une limite de notre travail. Cependant, nous sommes certains que l'échantillon est fiable car nous avons pris contact directement avec ces acteurs et nous savons donc qu'il s'agit bien de professionnels de l'impact investing.

Parmi les 22 répondants, la majorité était des fonds d'investissements, représentant 15 répondants. Ensuite, viennent les acteurs de la philanthropie et les fondations avec 4 répondants. Pour la suite de l'échantillon, nous avons une plateforme de Crowdfunding/Crowdlending (financement et prêt participatifs) puis 2 acteurs qui se considèrent comme « autres » parmi notre sélection de choix d'acteurs (cf annexe réponses au questionnaire).

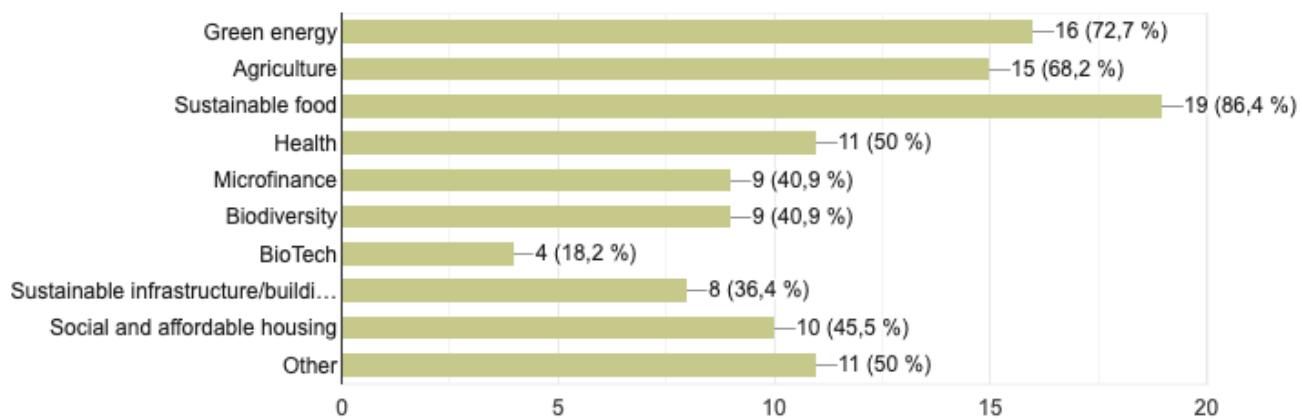
Les répondants étaient essentiellement focalisés sur trois types d'actifs : equity, dettes et prêts, avec des parts plus élevées pour l'equity et la dette. La majorité des fonds interrogés étant des fonds de venture capital et de private equity, cela reflète bien les actifs représentés. En lien avec cela, nous avons également récolté des informations sur les types d'entreprises financées. La majorité de ces dernières étaient des entreprises au stade de « Scale Up » (étape située entre start-up et PME), ensuite venaient les entreprises dites « Early stage » (étape de création de l'entreprise), puis les PME. Sur les 22 répondants, un seul a émis avoir financé une entreprise cotée.

Concernant les secteurs visés par les organisations interrogées, il est préférable, pour faciliter la compréhension, d'inclure directement le graphique (ci-dessous) qui reprend les différents secteurs représentés.

Figure 17. Secteurs visés par l'échantillon.

What sectors are you targeting?

22 réponses



Nous pouvons voir que les secteurs privilégiés par notre échantillon sont l'alimentation durable, les énergies vertes, l'agriculture, et la santé. Les logements sociaux et accessibles sont aussi bien représentés ainsi que la microfinance, les investissements en faveur de la biodiversité et des bâtiments durables.

Parmi nos 22 répondants, neuf (40,9%) financent entre un et trois projets par an, huit (36,4%) en financent plus de dix par an et cinq répondants (22,7%) en financent entre quatre et neuf par an. En termes de montant investi par an, nous avons aussi une certaine disparité au sein de l'échantillon avec quatre répondants qui investissent entre 50 000 euros et 500 000 euros par an, sept répondants qui investissent entre 550 000€ et 1 million d'euros, quatre autres investissent entre 1,5 million d'euros et 4,5 millions d'euros. Trois autres répondants investissent entre 5 et 10 millions d'euros, un investi entre 16 et 20 millions d'euros et enfin, deux investissent 21 millions d'euros ou plus.

Ces données nous permettent d'observer une certaine disparité dans notre échantillon. En effet, nous pouvons voir que ce dernier est composé de fonds de tailles différentes, avec des récurrences d'investissements différentes et focalisés sur des secteurs différents également. Il est d'autant plus intéressant d'avoir une diversité au sein de notre échantillon pour les deux prochaines parties du questionnaire qui sont liées à la gestion et aux outils d'impact. En effet, cela nous permettra d'avoir une vision plus complète des pratiques en termes d'impact avec des acteurs de tailles différentes, qui ont donc des ressources différentes et des moyens qui diffèrent également.

Passons maintenant aux réponses obtenues aux questions liées à la partie gestion d'impact et outils utilisés pour évaluer et mesurer l'impact.

2.2. Analyse des données concernant la gestion de l'impact et les outils utilisés

Concernant les ressources et les moyens que se donnent les acteurs interrogés en termes d'impact, on observe une grande disparité dans l'échantillon.

En effet, 50% de l'échantillon a une personne ou une équipe dédiée entièrement à la mesure d'impact alors que ce n'est pas le cas pour l'autre moitié interrogée. Nous pouvons en déduire qu'en fonction des moyens financiers des fonds, ces derniers sont en capacité ou non d'engager une ou plusieurs personnes en charge de la gestion de l'impact. Les réponses à la question qui suit concernant les ressources dédiées à l'impact nous montre bien que les moyens mis en place sont diverses et variés. En effet, du recrutement de stagiaires et au suivi de formation pour améliorer la gestion d'impact jusqu'à quatre employés plein temps dédiés à l'impact, il y a de grandes différences en termes de moyens et de ressources mis en place parmi les fonds interrogés. En revanche, ce qu'il y a de commun chez tous les acteurs interrogés, c'est que dans l'ensemble, tous ont l'intention de gérer et de donner du temps et des ressources à la gestion d'impact. Le temps est effectivement un des arguments qui ressort le plus souvent. Nous pouvons observer que les moyens mis en œuvre dépendent de la taille et des ressources des fonds, ce qui paraît assez logique. Certains fonds peuvent se permettre d'employer des personnes à temps plein pour gérer l'impact, d'autres nécessitent de temps pour implémenter un outil standardisé existant, certains font participer chacun de leurs employés, quelques-uns mettent en place des processus entièrement focalisés sur l'impact (la majorité des fonds), comme notamment un comité d'impact, et enfin, d'autres fonds préfèrent externaliser l'exercice de mesure d'impact. On observe donc encore une fois une forte disparité basée sur les différences de ressources mises à disposition par les fonds pour la gestion de l'impact qui seront fonction de leurs moyens financiers.

Rentrions maintenant davantage dans les détails en analysant les réponses obtenues concernant les pratiques de l'échantillon en termes de gestion d'impact et d'outils utilisés.

Pour commencer, nous pouvons voir que la grande majorité (86,4%) de l'échantillon, a implanté un « screening » (une sélection de projets d'investissement) basé sur l'impact des projets ou entreprises. Aussi, 77,3% (soit 17 sur 22) des fonds interrogés mettent en place des objectifs d'amélioration d'impact avec les entreprises dans lesquelles ils ont investi. 86,4% des interrogés sont impliqués dans l'amélioration de l'impact de leurs participations, d'une manière ou d'une autre. Parmi les 22 fonds, 15 (68,2%) ont la majorité de leurs participations qui mesurent leur impact. Cela facilite énormément la mesure d'impact pour les fonds mais attention, ce n'est pas toujours le cas et le cas échéant la mesure d'impact est encore plus compliquée à mettre en place et à exécuter. Notre questionnaire nous révèle aussi que 16 acteurs (soit 72,7% de l'échantillon) interrogés prennent en compte les externalités négatives de leurs investissements lorsqu'ils mesurent leur impact. Ces réponses nous surprennent légèrement car dans tous les rapports d'impact que nous avons pu lire, aucun aspect négatif n'est repris.

Concernant l'acceptation d'un retour financier moindre pour obtenir plus d'impact, la majorité de notre échantillon (54,5%) accepte d'avoir un retour financier diminué pour avoir plus d'impact, 31,8% acceptent parfois d'avoir un retour financier diminué et 13,6%, soit 3 interrogés n'acceptent pas de retour financier moindre. Cela montre que la majorité des fonds se situe dans la catégorie « *impact first* », c'est à dire que la plupart des interrogés vont privilégier des entreprises avec beaucoup d'impact, même si leur rentabilité est moins élevée qu'une entreprise du même secteur mais qui aura moins d'impact. L'impact est donc plus important que la rentabilité pour la majorité des fonds, même si, et il faut le garder à l'esprit, les fonds recherchent tout de même une certaine rentabilité.

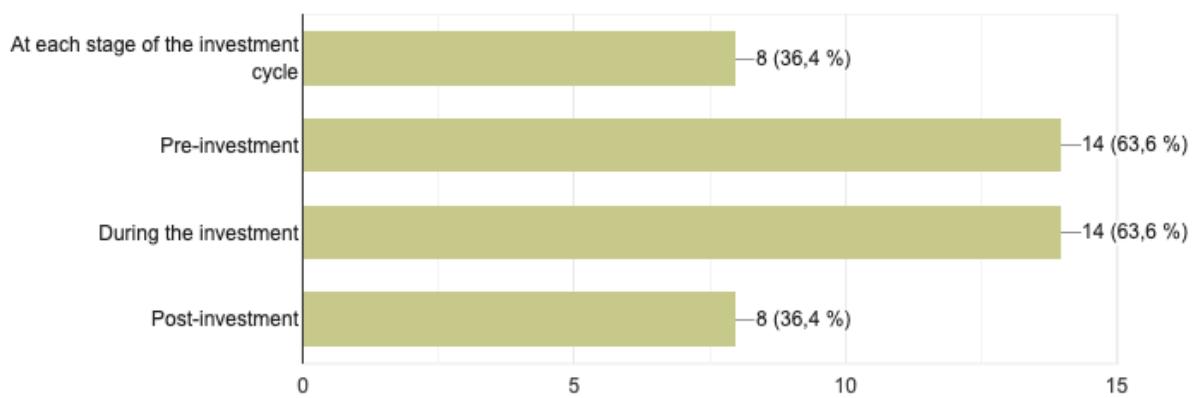
Une nouvelle pratique se met de plus en plus en place dans certains fonds pour pousser les employés du fonds à générer plus d'impact auprès des participations. En fait, le bonus annuel des employés, ce que l'on appelle le *carried interest* en anglais, sera basé sur leur contribution à générer de l'impact auprès des participations. Nous avons donc trouvé intéressant de poser une question sur cette pratique afin d'apprécier son état d'avancement. Nous pouvons observer que cette pratique est encore à un état embryonnaire car 72,7%, des interrogés, soit 16 fonds sur 22, ne la pratiquent pas.

Pour les réponses obtenues concernant la question sur les moments où les interrogés mesurent l'impact, nous préférons inclure le graphique (ci-dessous) qui reprend ces réponses qui illustre bien les différentes pratiques.

Figure 18 : Mesure d'impact et étapes du cycle d'investissement.

When do you measure impact during the investment cycle ?

22 réponses



Nous remarquons que la majorité des répondants mesure ou évalue l'impact avant et pendant l'investissement. Certains le mesure à chaque étape du cycle d'investissement et d'autres le mesure également post-investissement. Au vu des réponses obtenues, il paraît que certains répondants ont coché plusieurs options de réponses, ce qui rend les résultats peut-être un peu moins précis.

En relation avec cette question, nous avons demandé si les interrogés utilisaient le même outil de mesure/d'évaluation d'impact pour chaque étape du cycle d'investissement. Il se trouve que les réponses sont partagées avec 54,5% des interrogés (12/22) qui n'utilisent pas le même outil et 45,5% des interrogés (10/22) qui utilisent le même outil. Cela montre encore une fois la complexité et la technicité de la pratique de mesure d'impact dans le sens où plusieurs outils vont être utilisés et qu'on peut imaginer le temps, les ressources et les moyens que cela demande, notamment pour la conception de l'outil si ce n'en n'est pas un standardisé, sa mise en place et son adaptation, et pour son utilisation.

Comme nous l'avons vu précédemment, les Objectifs de Développement Durables (ODD) fixés par l'ONU restent une référence de base pour orienter les axes d'impact des entreprises et donc des fonds. Nous trouvions ainsi pertinent de poser des questions sur ces ODD. Nous avons pu observer que la majorité des fonds, 59,1% (13/22) utilise bien ces objectifs dans leur exercice de mesure d'impact et qu'en revanche seulement 45,5% (10/22) utilisent les cibles de ces ODD. Nous pensons que les cibles permettent d'orienter plus précisément les axes d'impact et que les utiliser devrait aider les fonds à mieux orienter leur stratégie d'impact.

Comme nous l'avons également déjà vu, un autre concept très utilisé dans la démarche de mesure d'impact est la théorie du changement (*theory of change*). Notre questionnaire confirme bien que cette pratique est très répandue puisque 81,8% de l'échantillon, soit dix-huit interrogés sur vingt-deux intègrent la théorie du changement à leur mesure d'impact. Cela montre bien la pertinence de l'utilisation de ce concept dans la démarche de mesure d'impact. Concernant le reste de l'échantillon, deux interrogés n'utilisaient pas ce concept et deux autres ne savaient pas de quoi il s'agissait.

Un autre concept qui a gagné en notoriété ces derniers temps et que nous pensions potentiellement utilisable par les acteurs de l'impact investing pour leur démarche d'évaluation et/ou de mesure d'impact était l'Économie ou Théorie du Donut (*Doughnut Economics*). Notre questionnaire nous a montré tout l'inverse. En effet, 54,5% (12/22) des interrogés ne l'utilisent pas, 40,9% (9/22) ne savent pas de quoi il s'agit et seulement un interrogé l'utilise. Cela montre que le concept n'est peut-être pas adapté à la mesure/évaluation d'impact et que les acteurs de l'impact investing ne sont pas si familiers avec ce concept, en tout cas ceux de l'échantillon.

Au vu des différents efforts, notamment portés par le GIIN mais aussi par d'autres organisations, pour créer des outils standardisés, il nous paraissait indispensable de poser une question sur l'utilisation de ces outils. Il se trouve que ces derniers sont encore peu utilisés. C'est en tout cas ce que révèlent les réponses de notre échantillon avec 68,2% des interrogés (15/22), qui n'utilisent pas ce genre d'outils. D'après les entretiens que nous avons pu avoir, notre immersion au sein du fonds Scale Up et les réponses que nous avons récoltées grâce à notre questionnaire, nous avons compris que les outils standardisés n'étaient pas toujours faciles à implémenter par manque de pertinence avec les entreprises financées et/ou les

secteurs d'activités concernés, par manque de temps, de moyens ou de ressources de la part des fonds (Nakatani, 2021).

Nous avons demandé aux sept autres acteurs interrogés qui utilisent ce type d'outils, quels étaient ceux qu'ils utilisent. Sont ressortis les outils suivants :

- Impact Management Project (IMP), cité quatre fois
- IRIS+ (GIIN), cité trois fois
- Social Return On Investment (SROI), cité une fois
- Mesis (outil développé en France), cité une fois
- SPI (Social Performance Indicators) et SBS (Social Business Scorecard) qui sont des outils proposés par l'organisation CERISE (association française spécialisée dans la promotion de la finance éthique et pionnière sur la gestion et performance sociale), cité une fois

Nous tenons à spécifier que, parfois, un répondant peut utiliser plusieurs outils. Par exemple, un répondant mentionne utiliser l'IMP, IRIS+ et un outil sur mesure, un autre dit utiliser IRIS+ et l'IMP.

Pour la part de l'échantillon qui a construit un outil sur-mesure, nous nous sommes demandé si les outils créés étaient inspirés d'outils existants ou non. Pour cette question, notre échantillon est partagé équitablement en deux. En effet, 50% des répondants ont répondu que leur outil était inspiré d'outils existants et l'autre moitié a répondu que ce n'était pas le cas. Mais attention, nous nous sommes rendu compte que tout l'échantillon avait répondu à cette question alors qu'une partie de celui-ci, sept interrogés sur vingt-deux, utilisent un ou plusieurs outils standardisés. De ce fait, les réponses obtenues sont quelque peu biaisées. Nous pouvons imaginer qu'une partie des interrogés qui ont répondu que leur outil était inspiré d'un outil standardisé fait en fait partie de la part de ceux qui utilisent un ou plusieurs outils standardisés. Si c'est le cas, alors la proportion de cette partie de l'échantillon serait moindre.

En lien avec la précédente question, nous trouvions intéressant de savoir de quels outils étaient inspirés ceux créés sur-mesure. Nous avons obtenu neuf réponses à cette question, nous pourrions donc penser que notre doute précédemment exprimé quant aux réponses biaisées pourrait s'éclaircir, en nous disant qu'en fait neuf répondants sur vingt-deux seraient inspirés d'outils standardisés pour créer leur propre outil. Parmi les outils dont les neuf interrogés se sont inspirés, nous retrouvons :

- IMP, cité quatre fois
- IRIS+, cité trois fois
- Théorie du Changement, cité deux fois
- La méthodologie de France Invest et du FIR (Forum pour l'Investissement Responsable), citée deux fois
- SPI par CERISE, cité une fois
- MESIS, outil créé par BNP Paribas en collaboration avec le cabinet de conseil INCO, cité une fois

Nous pouvons observer que les outils IMP et IRIS+ sont les outils les plus utilisés et dont les interrogés s'inspirent le plus pour créer leur outils sur-mesure.

Ensuite, nous trouvions intéressant de continuer de récolter des informations sur les outils créés sur-mesure. Pour cela, nous avons demandé s'ils étaient inspirés d'outils non standardisés, comme par exemple des outils propres à un secteur d'activité. Il se trouve que c'est une pratique qui revient plus souvent que ce que l'on pensait avec 40,9% des interrogés qui s'inspire d'outils non standardisés, soit 9 répondants.

D'après les recherches que nous avons effectuées et notre immersion au sein du fonds Scale Up, une des pratiques courantes dans la mesure d'impact est d'utiliser un système de notation afin de classifier l'impact. Nous voulions donc vérifier si cela se faisait vraiment, de manière abondante. Les réponses obtenues à notre questionnaire nous ont bien confirmé cela car 63,6% de l'échantillon, soit quatorze interrogés utilisent un système de notation.

Nous avons pensé qu'il était également intéressant de constater si les acteurs interrogés analysaient l'impact de leur organisation comme il le font pour les entreprises dans lesquelles ils veulent ou ont investis. Cette question avait pour but de remettre en question, ou non, la légitimité des fonds à exiger une amélioration d'impact positif de la part de leurs participations. Il s'avère que 59,1% de l'échantillon, soit treize interrogés sur 22, mesurent bien leur impact comme celui des entreprises dans lesquelles ils investissent. Il y a donc neuf interrogés qui ne le font pas. Nous avons cherché à savoir pourquoi c'était le cas. Les raisons sont diverses. En effet, quatre répondants mentionnent qu'ils estiment cette pratique indispensable mais qu'ils ont soit un manque de temps et de méthode pour le faire, soit qu'ils sont à une étape trop embryonnaire de leur mesure d'impact pour déjà mesurer l'impact de leur organisation, soit qu'ils sont en train de le faire. On identifie donc grâce à ces réponses une réelle volonté de mesurer l'impact de l'organisation mais différentes raisons qui soit rendent difficile cet exercice. Trois autres répondants ont mentionné que cet exercice était trop compliqué. Sur ces trois, un ne donne pas d'explications et les deux autres stipulent qu'agréger les différentes données d'impact provenant de différents secteurs et de consolider l'impact est très difficile. Nous rejoignons ces avis car c'est un des défis le plus souvent cité dans l'exercice de mesure d'impact. Nous tenions à spécifier que, face à ces commentaires et retours, nous ne remettons en aucun cas la légitimité des fonds qui essaient d'agréger leurs données d'impact, bien au contraire.

Une autre de nos questions cherchait à avoir un meilleur aperçu des tendances en termes de calcul d'impact net, c'est à dire les impacts positifs créés ajustés aux impacts négatifs engendrés par les activités des entreprises financées. Il se trouve que la grande majorité des répondants ne calculent pas leur impact en termes d'impact net. En effet, c'est le cas pour 77,3% des répondants, soit dix-sept sur vingt-deux. Nous estimions important de poser cette question et nous pensions notamment que, dans le cadre de l'objectif de baisse de gaz à effet

de serre, cela était pertinent pour les émissions de CO2 engendrées et sauvées, pour estimer la neutralité (ou non) carbone des acteurs.

Face à l'état encore assez embryonnaire de la mesure d'impact et son état d'avancement qualifié de « travail en progrès », il était indispensable que nous posions une question liée aux défis majeurs auxquels font face les acteurs de la mesure d'impact. Au vu de la diversité et de la pertinence des réponses obtenues, nous préférons les regrouper et les citer afin d'avoir un aperçu complet des défis identifiés. Voici ci-dessous les réponses obtenues :

- Trouver les indicateurs d'impact (ou KPIs) adaptés aux activités variantes des entreprises
- Manque d'accès à des données pertinentes et disponibles
- Manque de temps, de ressources et de connaissances
- Consolider et agréger les données d'impact provenant de différents investissements
- Subjectivité dans la mesure d'impact
- Manque de standardisation
- Les startups sont davantage focalisées sur leur business, leur développement et leur « survie » que sur la mesure d'impact sur laquelle elles passeront moins de temps
- Difficile d'imposer des solutions aux entreprises financées (nous imaginons qu'il s'agit de solutions d'améliorations d'impact)
- Enjeu de profondeur d'impact. Il est difficile de déterminer à quel point une partie prenante concernée bénéficie de l'impact de l'entreprise

De ces réponses nous pouvons constater que le travail de mesure d'impact est bel et bien un travail en progrès qui nécessite des améliorations. Les acteurs de la mesure d'impact sont confrontés à des défis complexes et sont en quelques sortes à court de moyens pour palier à ces défis. La recherche et l'innovation permettront certainement de faciliter la mesure d'impact dans les années à venir. D'ailleurs, c'est une des questions que nous avons posées. En effet, nous voulions savoir, d'un point de vue provenant du terrain, ce qui faciliterait cette mesure d'impact. Ici encore, de nombreuses réponses ont été obtenues et peuvent être source d'inspiration pour créer un outil ou un service approprié à l'amélioration de la mesure d'impact et sa facilitation. Nous préférons une nouvelle fois regrouper et citer les réponses afin d'avoir un aperçu global de celles-ci. Voici les réponses obtenues :

- Avoir droit à des subsides qui permettent d'allouer plus de moyens et de ressources à la mesure d'impact
- Une taxonomie européenne avec un cadre de mesure d'impact par secteur d'activité et par « étapes » d'avancement ou taille d'entreprise (early stage, startup, scale-up, PME)
- Une taxonomie simplifiée basée sur les Objectifs de Développement Durable et ciblée pour les startups
- Utiliser la théorie du changement comme outil

- Utiliser une méthodologie existante et que tout le monde utilise la même, comme par exemple basée sur B-Corp
- Créer une application facile d'utilisation dédiée à la mesure d'impact pour startup
- Bénéficier de formations gratuites
- Qu'il y ait moins d'impact washing
- Payer des incitations (« *incentives* ») liées aux performances d'impact
- Qu'il y ait des mesures de référence ou Benchmark dans le secteur de l'impact investing
- Des discussions claires avant investissement avec du temps de la part de l'investisseur et de l'entreprise financée et un outil technologique qui permette de collecter, analyser et partager les données d'impact

Nous pouvons voir que les défis précédemment évoqués sont bien en lien avec les solutions que l'on pourrait avoir pour faciliter la mesure d'impact. En effet, la création d'une taxonomie davantage axée sur la mesure d'impact avec des indicateurs communs et adaptés à chaque secteur et taille d'entreprise permettrait par exemple d'avoir des KPIs communs pour chaque secteur d'activité, problème soulevé dans les défis rencontrés. L'harmonisation des pratiques est sans aucun doute une des principales solutions pour faciliter la mesure d'impact dans le secteur de l'impact investing ainsi que d'avoir des références (ou Benchmark) afin qu'un fond puisse comparer ses performances sociales et/ou environnementales sur base d'un référentiel. Enfin, l'allocation de plus de ressources et de moyens est aussi une des solutions les plus citées par les répondants pour faciliter la mesure d'impact.

Face au manque de Benchmark et de référence précédemment cité ainsi qu'au problème de subjectivité évoqué dans les défis rencontrés, nous trouvions pertinent de poser une question qui cherchait à comprendre comment les acteurs faisaient face à cet enjeu de subjectivité dans la mesure d'impact. Encore une fois, nous allons regrouper et énumérer les différentes réponses obtenues à cette question. Voici les réponses obtenues :

- Le système de notation est revu par un analyste responsable de l'impact et des critères ESG après que l'équipe d'investissement ait recueillie les informations auprès de l'entreprise
- Insister sur le fait qu'il ne s'agit pas seulement de financer les entreprises mais aussi de les accompagner vers plus d'impact et vers plus de changement
- L'impact doit être basé sur des faits réels engendrés par les activités de l'entreprise
- Implication de plusieurs et différentes parties prenantes dans la démarche de mesure d'impact (employés et manageurs du fonds, entreprise financée, employés, bénéficiaires/clients, etc.). Rejoint l'idée d'appliquer la « voie des parties prenantes » (*stakeholders' voice*)
- En faisant recours à des experts externes
- Enfin un répondant cite qu'il ne sait pas comment faire face à ce problème et que sa méthodologie est 100% subjective

Il est évident que la subjectivité reste encore un enjeu majeur sur lequel il faut travailler pour améliorer la mesure d'impact et la dernière réponse nous montre bien que c'est le cas. Cependant, nous pouvons voir que de nombreux acteurs sont aux courant de cet enjeu et cherchent à trouver des solutions pour y palier. Il est intéressant d'évoquer que, grâce à un entretien que nous avons pu avoir avec Monsieur Pierre Laurent Macridis, membre du GIIN et Associé au fonds Fondaction base au Québec, nous avons découvert une nouvelle vision liée à la subjectivité dans la mesure d'impact. En effet, pour lui, la subjectivité est un outil humain, un point de départ qui ne faut pas enlever car il est source d'opportunités, de nouvelles idées et apporte une certaine valeur (Macridis, 2021). Cette nouvelle vision nous montre bien que nous pouvons aborder l'enjeu de subjectivité avec différentes approches. Un répondant a aussi spécifié que, étant donné les objectifs d'amélioration d'impact fixés avec les entreprises ou participations, il n'y a aucune raison ou de désirer d'exagérer l'impact des entreprises.

Enfin, la dernière question que nous avons posée cherchait à comprendre brièvement comment les interrogés procédaient pour mesurer l'impact de leurs participations et de leur fonds. Pour la dernière fois nous allons regrouper et énumérer les différentes réponses que nous avons obtenues. Voici les réponses obtenues :

- Nombre d'entreprises financées, égalité des sexes, durabilité de l'entreprise, nombre d'emplois créés, etc.
- Nous mesurons notre impact en réalisant des enquêtes qualitatives auprès de nos parties prenantes (projets investis, membres de nos comités, partenaires, investisseurs)
- Pour chaque entreprise qui souhaite être financée par notre plateforme, nous effectuons un contrôle préalable (Due Diligence) qui analyse les données financières et extra-financières de l'entreprise. À l'aide d'un modèle défini, nous analysons leurs facteurs ESG en posant directement des questions à l'entrepreneur. En discussion avec l'entrepreneur, nous fixons des objectifs d'impact qui doivent être mesurés dans les années qui suivent l'investissement.
- Nous utilisons le concept de Théorie du Changement
- Utilisation de l'IMP + critères IRIS + notation de l'impact réel et de l'impact potentiel futur pour les investissements
- Utilisation de l'outil SROI (*Social Return On Investment*) + outil de Business Intelligence pour mieux visualiser l'impact
- Nous avons développé six critères que nous utilisons pour chaque entreprise
- Nombre de personnes touchées par la solution d'accès à l'eau et les produits nutritifs accessibles, les personnes employées dans la chaîne de valeur de ces entreprises
- Utilisation de la Théorie du Changement : que pensez-vous réaliser / pilote pour le prouver : mesure et ajustement / nouveau pilote si nécessaire ou mise à l'échelle avec des indicateurs clés de performance maintenant bien définis
- Évaluation ESG et d'impact complète réalisée avant l'investissement, indicateurs et paramètres convenus avec l'entreprise et la direction du fonds (base de référence),

engagement trimestriel (au minimum) sur ces sujets, réalisation d'une étude complète chaque année

- L'approche est basée sur la théorie du changement. Les équipes tentent d'analyser l'entreprise en fonction des objectifs sociaux ou environnementaux, quels sont les bénéficiaires, quels sont les moyens d'atteindre les objectifs, quelle est l'additionnalité de l'entreprise et quels sont les indicateurs utilisés pour mesurer la transformation sociale
- Au stade de la présélection, nous analysons certains critères concernant l'engagement sur les questions sociales et environnementales, l'actionnariat et la gouvernance, les marchés ciblés.

Lors de la phase de due-diligence, nous essayons d'approfondir ces questions.

Pendant l'investissement, nous réalisons un audit SPI / SBS (outil développé par l'organisation Cerise en France)

Nous essayons de lancer une étude d'impact complète par an ou tous les deux ans.

Nous avons choisi d'énumérer les différentes réponses obtenues car nous trouvions intéressant de percevoir la diversité des réponses et des pratiques des répondants. Nous pouvons en effet constater, en rapport avec les réponses préalablement obtenues, que peu de répondants utilisent des outils standardisés. Le concept de Théorie du Changement est souvent présent dans les méthodes d'évaluation et de mesure d'impact. Nous constatons également que beaucoup d'interrogés fixent eux-mêmes leurs indicateurs d'impact (KPIs) et que certains essaient de simplifier la mesure d'impact en se basant sur des critères identiques pour chaque investissement. Nous voyons bien que l'évaluation puis la mesure d'impact se fait aux différentes étapes d'investissement (présélection des entreprises, due diligence, fixation d'objectifs d'impact, suivi d'impact pendant l'investissement) et que le concept de fixations d'objectifs d'impact avec les participations est récurrent. Enfin, le concept du *stakeholders' voice* qui consiste à faire des enquêtes auprès des différentes parties prenantes de l'entreprise est aussi un modèle qui est souvent mentionné et nous ressentons une certaine émergence de ce concept.

3) Entretiens

En plus des entretiens que nous avons eu lors de notre immersion au sein du fonds Scale Up, nous avons pu réaliser trois autres entretiens vidéo avec trois des répondants du questionnaire. Nous avons eu la chance de nous entretenir avec deux fonds français et un fonds canadien :

- Mobilize Invest, fonds d'impact investing de l'entreprise Renault (créé à l'initiative de la politique RSE du groupe), spécialisé dans le financement d'entreprises évoluant dans le secteur de la mobilité douce et l'inclusion.
- Danone Communities, fonds d'impact investing de l'entreprise Danone, spécialisé dans le financement d'entreprises luttant contre la malnutrition, favorisant l'accès à l'eau potable à des population vulnérable.
- Fondaction, fonds de pension à impact dit « labour » (les fonds proviennent de salariés québécois) pionnier de l'impact investing puisque que le fonds a été créé juste après le rapport Brundtland. Le fonds a trois thèmes d'investissement qui sont : la lutte contre les changements climatiques et la préservation de la biodiversité, l'agroalimentaire durable et les villes et communautés durables.

Il était particulièrement intéressant d'échanger avec ce fonds puisque la personne qui a répondu à nos questions, en plus d'être Associé au sein du fonds, était aussi membre du GIIN et participait aux travaux de l'organisation sur la mesure d'impact, il a notamment contribué à la création de l'outil IRIS+.

Les entretiens, d'une durée de 25-30 minutes, ont eu pour but de récolter des informations plus précises auprès des fonds et nous les avons structurés de la même manière à chaque fois. Dans un premier temps l'interrogé présentait le fonds en question, ses activités, le type d'entreprises qu'il finançait, les secteurs dans lesquels il investissait et ensuite on entrait vraiment dans une discussion exclusivement liée à l'évaluation et la mesure d'impact. Dans les trois interviews, nous avons posé les questions suivantes :

- Quel type d'entreprises financez-vous ?
- Utilisez-vous un outil standardisé ?
- Pourquoi ne pas utiliser un outil standardisé ?
- Comment déterminez-vous les indicateurs d'impact ?
- Quels sont les challenges que vous rencontrez pour la mesure d'impact ?
- Comment adressez-vous le problème de subjectivité ?
- Comment gérez-vous l'impact lors de la sortie du capital d'une entreprise ? (Question posée qu'une seule fois car soulevée pendant le second entretien)

Sur les trois interrogés, deux n'utilisent pas d'outils standardisés et un en utilise mais agrège ensuite les données récoltées dans un outil construit sur-mesure pour avoir rassembler toutes les données d'impact dans un seul et même outil. Les raisons pour lesquelles les deux premiers acteurs n'utilisent pas d'outils standardisés sont assez similaires : manque de temps et de moyens, trop de complexité, manque de valeur ajoutée pour le fonds lui-même et pour les

participations, pas applicables et trop difficile à mettre en place, surtout sur plusieurs entreprises (Nakatani, 2021 ; Perinic, 2021). Le troisième interrogé, celui qui utilise des outils standardisés (dont l'IMP ; B-Corp ; SASB ; PRI ; GRI ; IRIS+) pour mesurer l'impact du fonds dans lequel il travaille et celui de ses participations, a contribué à l'élaboration de l'outil IRIS et est membre du GIIN, il est donc très familier avec les outils standardisés et est donc plus à même d'utiliser ce genre d'outils. Il est en revanche très intéressant de constater que malgré cela, il utilise un outil créé sur-mesure pour rassembler toutes les données d'impact récoltées grâce aux outils standardisés (Macridis, 2021). Cela montre aussi les faiblesses des outils existants et remet en question leur pertinence. En effet nous pouvons nous demander : à quoi bon utiliser des outils standardisés existants si c'est pour, par la suite, avoir besoin de créer un outil sur-mesure pour rassembler les données d'impact ? Pourquoi ne pas créer directement un outil sur-mesure qui faciliterait la récolte de données pertinentes et leur agrégation ? D'un autre côté, l'utilisation d'outils standardisés permet de gagner en crédibilité et fiabilité quant aux données récoltées et utiliser un outil sur-mesure qui permette seulement de regrouper les données n'est pas inconcevable.

Concernant la question sur la détermination d'indicateurs d'impact les trois fonds procèdent à peu près de la même manière. Le premier (Mobilize), finançant des entreprises évoluant dans un même secteur qui est celui de la mobilité douce, a déterminé huit indicateurs qui sont la plupart du temps adaptables à toutes leurs entreprises. Lorsque ce n'est pas le cas, les analystes trouvent d'autres indicateurs propres à l'entreprise en question. Pour créer les indicateurs, le fonds à collaborer avec l'école HEC et avec un cabinet spécialisé dans l'évaluation d'impact social. Ce fonds contractualise également des objectifs d'amélioration d'impact avec ses participations et ces dernières doivent faire un rapport annuel d'impact. Mobilize utilise aussi le concept de *stakeholders' voice* afin d'apprécier l'impact du fonds lui-même (Nakatani, 2021).

Le deuxième fonds (Danone Communities) définit entre cinq et huit indicateurs d'impact basés sur les Objectifs de Développement Durable (ODD) de l'ONU pour chaque entreprise. Ces indicateurs varient et sont donc adaptés aux activités de l'entreprise. Étant donné les domaines de spécialisation du fonds (lutte contre la malnutrition, favoriser l'accès à l'eau aux personnes vulnérables), le fonds nous a indiqué qu'il utilisait aussi beaucoup le nombre d'utilisateurs ou de bénéficiaires impactés positivement par les solutions des entreprises du portefeuille comme indicateur (Perinic, 2021).

Enfin, le troisième fonds interrogé utilise des outils standardisés et nous a informé qu'un travail important était effectué, en collaboration avec les entreprises, lors de la Due Diligence pour trouver des points d'amélioration d'impact. Les indicateurs proviennent donc de ce travail mais notre interlocuteur a spécifié qu'ils ne déterminaient pas toujours des indicateurs d'impact, seulement quand cela était possible (Macridis, 2021).

Pour ce qui est des réponses récoltées en rapport avec les défis rencontrés par les interviewés nous avons eu des retours variés mais qui sont en général ressentis par chaque fonds. Un des défis et challenges majeurs rencontrés par les fonds est le fait que la mesure d'impact est le

dernier souci des entrepreneurs qui se soucieront plus, dans un premier temps, à la survie de leur entreprise et au bon déroulement de ses activités. Les entrepreneurs manquent de temps et de moyens à consacrer à la mesure d'impact (Nakatani, 2021). Un des fonds interrogés a également souligné que pendant la période de crise sanitaire due à la Covid-19, les entrepreneurs avaient encore moins le temps de se concentrer sur la mesure d'impact (Nakatani, 2021).

Un autre point soulevé et qualifié de défis est le fait que la mesure d'impact est en encore en plein développement, en plein essor et en plein débat (Nakatani, 2021). Comme nous l'avons déjà mentionné, il s'agit d'un travail en progrès et cela ne jouent pas en faveur des praticiens qui doivent se débrouiller avec ce qui existe, avec les outils et avancées qui sont à leur disposition et avec des ressources souvent limitées. Une autre limite de la mesure d'impact qui a été soulevée est qu'elle n'est pas basée sur des faits scientifiques (Nakatani, 2021) et que chacun peut s'y prendre comme bon lui semble. Les fonds rencontrent aussi souvent la difficulté de créer des indicateurs d'impact alignés aux valeurs du fonds en question à celles de l'entreprise financée (Perinic, 2021). Enfin, le défi rencontré par la majorité des acteurs de la mesure d'impact est d'agréger et de rassembler toutes les données d'impact récoltées pour avoir le tout « *all in one* » (tout en un) dans un même outil (Macridis, 2021).

Ces données complètent les réponses préalablement obtenues grâce à la question du questionnaire liée aux défis rencontrés par les acteurs.

Concernant la question relative à la gestion du problème de subjectivité, les réponses obtenues varient d'un interrogé à l'autre. Ces variations sont aussi dues aux différences des types de secteurs dans lesquels évoluent les entreprises financées. Pour donner un exemple, prenons le cas du fonds Danone Communities. Ce fonds, étant spécialisé dans le financement d'entreprises qui proposent des solutions pour lutter contre la malnutrition et pour favoriser l'accès à l'eau potable, utilise des nutri-scores pour rendre sa mesure d'impact plus objective (Perinic, 2021). Le nutri-score est donc un indicateur qui sera utilisable par les fonds qui financent des entreprises du secteur alimentaire mais ne sera pas applicable à d'autres secteurs.

Tout comme un des autres fonds avec qui nous nous sommes entretenus (Mobilize), Danone Communities utilise aussi les Objectifs de Développement Durable (ODD) pour attester que leurs participations sont dans une démarche et participe au développement durable. Les ODD et leurs cibles étant des références en termes de développement durable, la majorité des fonds les utilise afin de crédibiliser et d'objectiver leur mesure d'impact. D'ailleurs, les réponses préalablement collectées grâce à notre questionnaire concernant l'utilisation des ODD dans la mesure d'impact confirment notre propos. En effet, pour rappel, treize interrogés sur vingt-deux ont confirmé utiliser les ODD dans leur démarche de mesure d'impact. En revanche, un propos intéressant a été soulevé par un de nos interlocuteurs qui trouvait que les ODD étaient des objectifs ou indicateurs macro et qu'il existait un grand décalage entre les activités des entreprises financées (plutôt qualifiées d'éléments « micros ») et ces ODD considérés comme n'étant pas très représentatifs (Nakatani, 2021). Enfin, notre troisième

interlocuteur nous a amené à réfléchir autrement par rapport au problème de subjectivité dans la mesure d'impact. En effet, pour cet expert, comme nous l'avons énoncé préalablement, la subjectivité est un outil humain, un point de départ qui ne faut pas enlever car il est source d'opportunités, de nouvelles idées et apporte une certaine valeur (Macridis, 2021).

Enfin, lors de notre second entretien, une question a été soulevé par notre interlocuteur concernant l'exit, c'est à dire le moment où le fonds décide de sortir du capital de l'entreprise. Notre interlocuteur nous a demandé si nous avions récolté des informations sur la stratégie des fonds en termes de gestion d'impact au moment de l'exit. C'est une question à laquelle nous n'avions pas pensé mais nous avons eu l'occasion de la poser lors de notre dernier interview avec le fonds Fondaction. Pour rappel, notre interlocuteur était également un membre du GIIN et travaillait sur la conception d'outils standardisés et sur l'amélioration des méthodes de mesure d'impact et avait donc une certaine légitimité. Il nous a indiqué que cette question faisait actuellement débat et était en pleine discussion au sein du GIIN. Il peut exister deux scénarios au moment de l'exit : soit le fonds vend ses parts à un autres fonds ou actionnaires, soit l'entreprise rachète ses parts au fonds. Dans le premier cas, selon notre interlocuteur, l'idéal serait que le fonds ou actionnaire(s) qui rachète(nt) les parts soi(en)t aussi sensible(s) à l'impact que le fonds précédent afin de garder une dynamique d'impact et de toujours chercher à améliorer l'impact positif de l'entreprise. Toujours selon notre interlocuteur, dans le second cas, il faudrait que l'entreprise garde son business modèle d'impact et que les manageurs continuent leurs efforts pour améliorer l'impact positif de leur entreprise. La fin de sa réponse consistait à dire que, une fois que le fonds est sorti du capital de l'entreprise, l'impact de cette dernière n'est plus l'affaire du fonds et celui-ci ne peut en aucun cas revendiquer participer à l'impact positif créé par l'entreprise (Macridis, 2021). Cela paraît assez logique mais étant donné que c'est un sujet en plein débat au sein du GIIN, peut être que de nouvelles idées vont bientôt voir le jour concernant ce point-là.

4) Conclusion

Notre étude de terrain nous a permis de constater des disparités dans les pratiques de mesure d'impact qui s'expliquent très certainement par les disparités de ressources, de moyens, de tailles et d'ancienneté des acteurs interrogés.

Certaines parties de la revue de littérature ont été confirmé mais d'autres ont été challengées et remis en question dans cette seconde partie. Par exemple, nous avons pu constater que malgré les disparités dans les pratiques, l'utilisation des ODD et de la *theory of change* fait l'unanimité chez les praticiens. Aussi, les challenges énumérés dans la première partie ont souvent été retrouvé dans la seconde, avec peut-être une importance marquée quant au challenge de subjectivité dans la seconde partie. De plus, nous avons pu voir que les outils standardisés utilisés, notamment IRIS+, l'IMP, ressortent à chaque fois, que ce soit au niveau de la recherche scientifique ou de terrain et que les acteurs utilisent très souvent plusieurs outils à la fois pour couvrir l'ensemble du cycle d'investissement.

Malgré cela, notre étude de terrain nous a montré que beaucoup d'acteurs, encore une fois face au manque de flexibilité, de simplicité d'utilisation et à leur manque de moyens, vont préférer créer des outils sur-mesure, inspirés ou non d'outils standardisés, pour gérer et mesurer leur impact. Une grande partie de l'échantillon a aussi précisé que les systèmes de notation étaient beaucoup utilisés, notamment dans les outils créés sur-mesure.

Nous ressentons encore une fois que la mesure d'impact est toujours un travail en progression et que les fonds ou autres acteurs essaient de faire du mieux qu'ils peuvent, avec les ressources qui sont à leur disposition et l'état d'avancement de la recherche à ce sujet pour rendre leur mesure d'impact pertinente, fiable et crédible auprès de leurs parties prenantes.

Grâce à nos recherches scientifiques, à notre étude de terrain et à notre immersion de trois mois au sein du fonds Scale Up, nous allons maintenant présenter un outil de gestion, d'analyse et de mesure d'impact créé sur-mesure pour répondre aux besoins et attentes de ce fonds.

III) Création d'un outil d'évaluation d'impact pour un fonds d'investissement belge spécialisé dans le financement d'entreprises évoluant dans l'alimentation durable : Scale Up

1) Contexte

Comme déjà énoncé précédemment dans ce travail, nous avons eu la chance d'être en immersion au sein d'un fonds d'impact investing belge basé Bruxelles pendant 3 mois, pour un stage de fin d'études. Pendant cette période, la principale mission était d'améliorer les pratiques d'évaluation et de mesure d'impact du fonds. Pour ce faire, nous avons créé un nouvel outil qui répond aux besoins spécifiques du fonds spécialisé dans le financement d'entreprises évoluant dans le secteur de l'alimentation durable. Nous avons donc dû s'informer sur les tendances et pratiques actuelles en termes de mesure d'impact et trouver une méthodologie pour créer un outil adaptable au fonds Scale Up. Nous avons vu en première partie que plusieurs outils standardisés existaient pour mesurer l'impact, cependant, ces outils étaient difficilement applicables au fonds car ils demandaient des ressources trop importantes (temps, argent, compétences) par rapport aux moyens du fonds et que ce dernier est spécialisé sur un secteur en particulier. Nous nous sommes en revanche inspirés de ces outils afin de créer un outil sur-mesure légitime et de se rapprocher au plus de ce qu'il se fait sur le marché.

Au cours de cette période, plusieurs entretiens ont été effectué avec les administrateurs du fonds, avec d'autres acteurs présents sur le marché belge, notamment avec le fonds Change du Crédal, avec Finance Brussels (fonds public d'investissement) mais aussi avec le fonds suisse Quadia afin d'échanger sur les meilleures pratiques et pour recevoir des commentaires (feedback) sur le travail réalisé et en cours. Le travail de recherche précédemment effectué et les réponses obtenues grâce au questionnaire cité dans la partie deux de ce travail ont également servi à conforter certains choix et à changer certains points.

Ces efforts ont permis de constituer un outil sur-mesure et opérationnel pour Scale Up. L'outil n'est certainement pas parfait car les ressources qui lui ont été attribué étaient limitées et que la mesure d'impact est un travail toujours en cours de progression. Il sera donc nécessaire, dans le futur, d'apporter des modifications à l'outil afin de le rendre toujours plus efficace, opérationnel, pertinent et fiable. Cependant, le travail effectué aura permis à Scale Up d'avoir une vraie base de travail pour le futur et d'avoir un outil opérationnel qui reprend les tendances actuelles en termes de mesure d'impact.

Passons maintenant à la présentation de cet outil et de la méthodologie qui a été utilisé afin de le créer. Nous estimons pertinent de présenter cette méthodologie dans le sens où elle pourrait être utilisée par d'autres acteurs de l'impact investing pour construire un outil sur-mesure.

Il est important de préciser que l'outil a été créé en respectant les demandes et souhaits de Scale Up. Le fonds souhaitait entre autres un outil facile d'utilisation, rapide à mettre en place et opérationnel. Ces critères étaient importants pour le fonds qui voulait aussi, par cet outil, faciliter la démarche de mesure d'impact de ses participations. Par ailleurs, les différents thèmes d'impact et les indicateurs qui seront présentés prochainement ont été déterminé en collaboration avec le fonds et sont en accords avec ses valeurs et celles de ses administrateurs.

2) Présentation de l'outil créé et de la méthodologie utilisée pour Scale Up

2.1. Méthodologie

Avant toutes choses, il était important de rappeler la mission du fonds Scale Up qui est de financer des jeunes entreprises déjà établies (au stade de Scale Up) évoluant dans le secteur des systèmes d'alimentation durable (SAD).

Ensuite, après avoir fait de nombreuses recherches sur les outils de mesure d'impact et sur les différentes méthodes existantes, nous avons sélectionné plusieurs outils, méthodes et indicateurs de référence qui sont les plus répandues dans le secteur de l'impact investing et qui nous paraissaient pertinents et adaptables aux activités du fonds. S'être inspiré de ces outils nous a également permis d'apporter une certaine légitimité à notre outil conçu sur-mesure.

Le choix de ces outils s'est effectué en prenant en compte différents facteurs. Nous voulions dans un premier temps gagner en légitimité en s'inspirant d'outils reconnus, standardisés et adaptables aux besoins de Scale Up. Pour ce faire, nous nous sommes inspirés de l'IMP, de la *theory of change* et des ODD. De plus, en ayant participé à la procédure de certification B-Corp du fonds Scale Up lors de notre immersion, nous nous sommes également inspirés de cet outil d'évaluation d'impact mondialement reconnu pour créer notre outil. Ensuite, l'Avise, qui n'est pas un outil mais une organisation, promeut l'économie sociale et solidaire en France et guide les porteurs de projet dans leur démarche de mesure d'impact. De nombreuses ressources sont disponibles sur le site de l'Avise et des outils, comme le Guide Syalinnov dont nous parlerons juste après, sont partagés sur le portail de cette organisation. Nous nous sommes donc inspirés des ressources mises à disposition par l'Avise. Le Guide Syalinnov, quant à lui, est un outil spécialisé dans le domaine de l'alimentation durable. Étant donné que notre fonds est spécialisé dans le financement d'entreprises de ce secteur et que nous avons créé un outil sur-mesure, nous nous sommes inspirés de cet outil également. Enfin, le Coopcity Canvas, outil que nous avons découvert lors de notre cursus académique à l'ICHEC en suivant l'option « Nouveaux Business Modèles Durables », nous paraissait idéal et facile à mettre en place afin d'analyser les business modèles des entreprises qui se présentent au comité de sélection du fonds. Nous l'avons donc implémenté à notre outil.

Pour récapituler, nous nous sommes donc basés sur les outils suivants :

- **Impact Management Project (IMP)** est un forum qui a pour but de construire un consensus global sur la mesure d'impact. 2000 praticiens ont participé à l'élaboration de ce forum en partageant leurs pratiques. De nombreux organismes de standardisation soutiennent ce forum (B Lab, GIIN, OECD, PRI, GRI, UN Global Compact, etc.) (Impact Management Project, s. d.).
- **L'Avise** a pour mission de développer l'économie sociale et solidaire (ESS) et l'innovation sociale en France, en accompagnant les porteurs de projet et en contribuant à structurer un écosystème favorable à leur développement.

Créée en 2002, l'Avise est une agence collective d'ingénierie qui travaille avec des institutions publiques et des organisations privées soucieuses de contribuer à l'intérêt général. Elle contribue aussi à développer l'évaluation de l'impact social (AVISE, s. d).

- **Guide Syalinnov**, outil créé par la **Fondation Carasso** (Danone) qui soutient le domaine de l'alimentation durable (Fondation Daniel & Nina Carasso, 2019).
- **Theory of Change** « décrit la manière dont les activités entreprises dans le cadre d'une intervention (comme un projet, un programme ou une politique) donnent lieu à une chaîne de résultats qui auront les incidences visées ou observées » (BetterEvaluation, s. d). En d'autres mots, la théorie du changement cherche à identifier et à mettre en évidence les liens de cause à effet des activités de l'entreprise. On part d'une situation A, l'entreprise va mettre en œuvre telle stratégie qui va amener à une situation B. L'idée est de mettre en évidence les points de la stratégie qui ont fait que nous sommes arrivés à la situation B, et d'identifier ce qui a changé. Cet outil est utilisé dans les organisations à but non lucratif, par les gouvernements et par certaines entreprises.
- **COOPCITY Canvas** est un outil qui permet de structurer les idées et de délimiter la ou les solutions à mettre en œuvre dans le cadre de la création d'une entreprise sociale ou à mission (Wikipreneurs, s. d). Cet outil permet d'avoir un aperçu détaillé du business plan d'une entreprise sociale ou à mission.
- **B-Corp** est un mouvement et une certification qui cherche à distinguer les entreprises commerciales qui concilient but lucratif et intérêt collectif. Depuis 2006, B Corp a certifié plus de 3 400 entreprises dans 70 pays (B Corp, s. d).
- **Objectifs de Développement Durable (ODD)** et leurs cibles, développés par l'ONU.

Nos recherches nous ont également permis d'acquérir des connaissances sur les pratiques de différents fonds d'investissement à impact. Certaines de ces pratiques ont influencé la conception de notre outil.

L'outil créé pour Scale Up a été conçu à l'aide du logiciel Excel et comprend plusieurs feuillets. En effet, nous avons fait en sorte que l'outil puisse être utilisé tout au long de la phase d'investissement. C'est à dire que plusieurs « sous-outils » ont été conçu afin d'évaluer l'impact préinvestissement, pendant l'investissement et post-investissement.

Voici la liste des différents « sous-outils » avec la ou les phase(s) d'investissement correspondante(s) à leur utilisation :

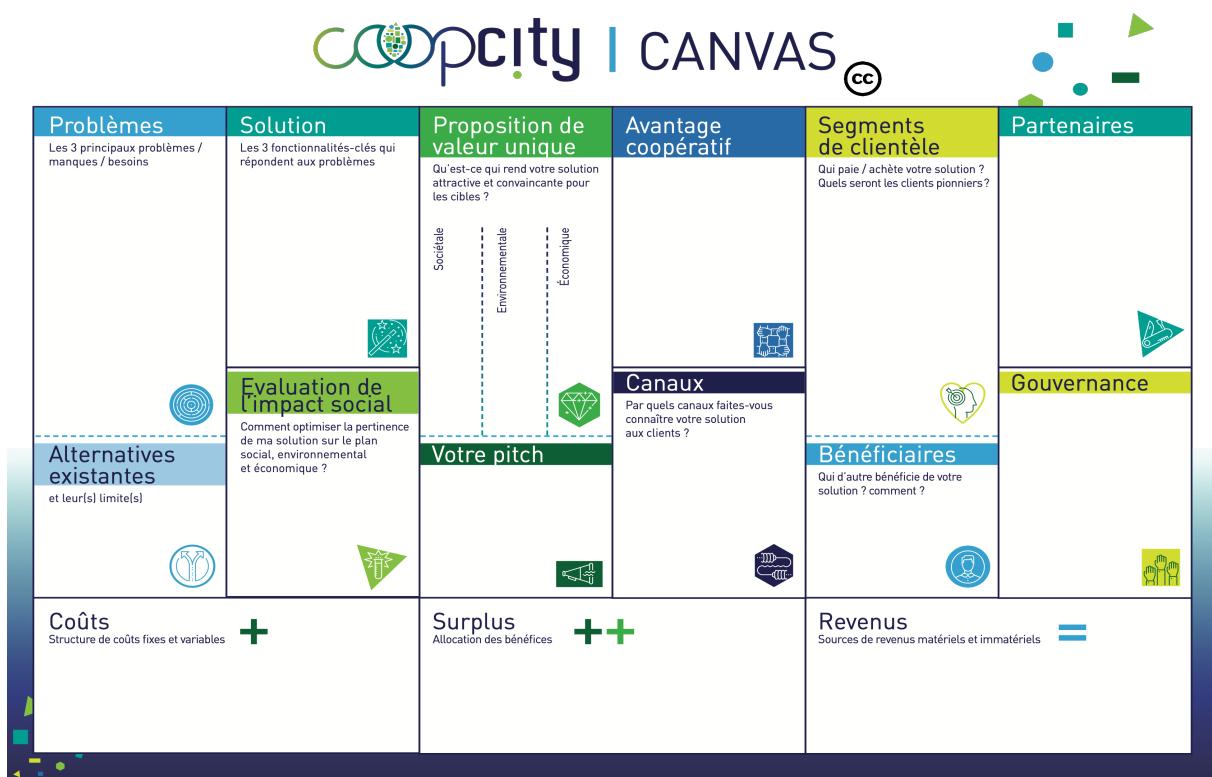
- COOPCITY CANVAS → Préinvestissement
- Grille d'impact → Préinvestissement ; Pendant l'investissement pour apprécier les améliorations
- Suivi des participations → Pendant l'investissement
- Impact du fonds → Rapport annuel

2.2. COOPCITY CANVAS

Parmi ces outils, on trouvera en premier lieu le COOPCITY Canvas. Cet outil déjà existant permet d'analyser, en amont, les nouveaux projets qui se présenteront devant le Comité de sélection du fonds. Il permettra déjà d'avoir un meilleur aperçu de la mission de l'entreprise étudiée, du problème auquel elle répond, comment elle y parvient et avec quelles ressources. La majorité du temps, les entreprises dans lesquelles Scale Up investi ne mesurent pas vraiment leur impact. Il est donc intéressant d'avoir un outil qui permette d'identifier assez vite les solutions que propose le business modèle des entreprises que le fonds va potentiellement financer. L'idée est que l'entreprise qui vient se présenter devant le Comité de sélection du fonds fasse parvenir, à l'avance, le Canvas afin que les analystes aient déjà une idée du business modèle de l'entreprise en question.

Le tableau ci-dessous illustre bien à quoi ressemble un COOPCITY Canvas.

Figure 19. COOPCITY CANVAS.



COOPCITY CANVAS					
Problèmes	Solution	Proposition de valeur unique	Avantage coopératif	Segments de clientèle	Partenaires
Les 3 principaux problèmes / manques / besoins	Les 3 fonctionnalités-clés qui répondent aux problèmes	Qu'est-ce qui rend votre solution attractive et convaincante pour les cibles ? Sociale Environnementale Économique		Qui paie / achète votre solution ? Quels seront les clients pionniers ?	
Alternatives existantes et leur(s) limite(s)	Evaluation de l'impact social Comment optimiser la pertinence de ma solution sur le plan social, environnemental et économique ?	Evaluation de l'impact social	Votre pitch	Canaux Par quels canaux faites-vous connaître votre solution aux clients ?	Gouvernance
				Bénéficiaires Qui d'autre bénéficie de votre solution ? comment ?	
Coûts Structure de coûts fixes et variables	Surplus Allocation des bénéfices	+	Revenus Sources de revenus matériels et immatériels	==	

2.3. Grille d'impact et méthodologie pour déterminer des KPIs d'impact

Ensuite, nous avons créé une grille d'impact sur-mesure et c'est sur cet outil que nous avons utilisé une méthodologie particulière qui pourrait être répliquée par d'autres fonds s'ils l'estiment pertinente. C'est sur cette grille que nous avons passé le plus de temps et qui a fait l'objet de plusieurs révisions grâce aux commentaires reçus par les administrateurs du fonds ainsi que par d'autres professionnels du secteur comme cités plus haut dans la partie « contexte ».

Pour ce qui est de la méthodologie, elle met en fait en lumière la manière dont nous avons procédé pour déterminer des indicateurs d'impact, aussi appelés KPIs (*Key Performance Indicators* ou Indicateurs Clés de Performance en français) pour plus de simplicité. Pour ce faire, nous avons sélectionné les Objectifs de Développement Durable (ODD) de l'ONU qui étaient alignés aux activités des entreprises financées par Scale Up ainsi que leurs cibles les plus appropriées. Nous avons jugé important d'utiliser les ODD et leurs cibles car ils représentent un langage commun international pour tous les acteurs du développement durable. De plus, les activités financées par Scale Up correspondaient bien avec les cibles.

Ensuite, en partant des cibles identifiées, nous avons déterminé différents KPIs que nous avons ensuite classés dans plusieurs « dimensions d'impact ». Ces dimensions d'impact sont au nombre de cinq, dont une, et donc les KPIs qui y sont associés, n'est pas liée aux ODD.

Parmi ces cinq dimensions nous allons retrouver :

- Les produits et services
- L'aspect social
- Les pratiques commerciales durables
- L'aspect environnemental
- La mission de l'entreprise et la gouvernance (dont les KPIs ne sont pas associés aux ODD)

La dernière dimension n'est pas liée aux ODD car les indicateurs que nous avons déterminés n'y sont pas associables. En effet, ils sont liés à la mission de l'entreprise et à sa volonté de créer un impact positif sur la société, critère très important pour le fonds mais qui n'est pas abordé dans les ODD.

L'illustration du travail effectué concernant cette partie est présentée ci-dessous. L'image est floue mais vous donne un aperçu du cheminement en « entonnoir » qui a été effectué. Tout à gauche, il y a les ODD. La colonne d'après reprend les cibles des différents ODD. Ensuite nous avons les KPIs liés aux cibles, et la dernière colonne correspond aux KPIs qui ont été déterminés hors ODD, concernant la mission et la gouvernance de l'entreprise. Enfin, un code couleur a été créé pour répartir les différents KPIs dans chaque dimension d'impact précédemment citées.

Cette méthodologie basée sur les ODD, la création de KPIs d'impact et la volonté du fonds de créer un tel outil mettent bien en lumière le principe d'intentionnalité exprimé

précédemment dans la définition de l'impact investing. En effet, on voit bien, grâce à ces efforts, que le fonds chercher à participer et contribuer au développement durable.

Figure 20 : Illustration de la méthodologie pour déterminer les KPIs d'impact.

OBJECTIFS DE DÉVELOPPEMENT DURABLE (ODD)	SUBS DES ODD	KPIs ASSOCIÉS AUX CRILLES	AUTRES KPIs LIÉS À LA MISSION DE L'ENTREPRISE ET À LA GOUVERNANCE
ODD 2 : FAIM ZÉRO <i>Éliminer la faim, assurer la sécurité alimentaire, améliorer la nutrition et promouvoir une agriculture durable</i>	2.4 - Agriculture performante et résiliente D'ici à 2030, assurer la viabilité des systèmes de production alimentaire en favorisant des pratiques agricoles durables et résiliantes qui permettent d'améliorer la productivité et la production, contribuer à la préservation des écosystèmes, renforcent les capacités d'adaptation aux changements climatiques, aux phénomènes météorologiques extrêmes, à la dégradation des sols et aux catastrophes naturelles et améliorent progressivement la qualité des terres et des sols.	Les produits sont issus de pratiques agroles durables : au minimum bio ; au mieux régénératives. Les produits sont issus de petits producteurs	L'entreprise répond à un besoin sociétal spécifique L'activité de l'entreprise est bien alignée à sa mission Une notion de responsabilité sociale est importante L'entreprise intègre l'impact dans ses décisions stratégiques L'entreprise a un business model hybride qui intègre performance économique et sociale L'entreprise est prête à contractualiser des objectifs d'impact à atteindre L'entreprise a une culture ouverte et engagée par rapport à ses parties prenantes (relations solides et pérennes, engagement auprès de ses p.p.) L'entreprise est à la recherche de partenariats pour améliorer son impact positif L'entreprise pourrait prétendre à la certification B Corp
ODD 3 : BONNE SANTÉ ET BIEN-ÊTRE <i>Permettre à tous de vivre en bonne santé et promouvoir le bien-être à tous</i>	3.9 - Santé et environnement D'ici à 2030, réduire nettement le nombre de décès et de maladies dues à des substances chimiques dangereuses et à la pollution et à la contamination de l'eau, de l'eau et du sol.	Les produits sont bons pour la santé / Les services servent une bonne cause Les produits sont issus de pratiques agroles durables : au minimum bio ; au mieux régénératives.	DIMENSIONS D'IMPACT Nombre d'indicateurs par dimension Produits / Services 4 Social 5 Pratiques commerciales durables 7 Environnement 5 Mission de l'entreprise et Gouvernance 9 Total 30
ODD 8 : TRAVAIL DÉCENT ET GROSSESSES DURABLES <i>Promouvoir des croissances économiques soutenues, partagées et durable, le plein emploi productif et un travail décent pour tous</i>	8.4 - Utilisation efficace des ressources Améliorer progressivement, jusqu'en 2030, l'efficience de l'utilisation des ressources mondiales du point de vue de la consommation commune de la production et s'attacher à ce que la croissance durable soit prévue dans le cadre décimal de l'approvisionnement relatif à la consommation et à la production durable, les pays développés montrant l'exemple en la matière.	Un screening fournisseurs et une politique d'achats responsables est mise en place (pour tous les achats) Proximité géographique des aliments utilisés / Circuits courts / Produits locaux	Conditions de travail et gestion RH (dialogue et progrès social, sécurité, ambiance, formations, évolutions) Vieillissement et protection des personnes fragiles Existence d'une diversité sociale et d'une équité h/f Revenus justes, pas de discorde h/f Activité créative d'emploi L'entreprise est engagée dans une démarche de valorisation des producteurs / agriculteurs
ODD 12 : CONSOMMATION ET PRODUCTION RESPONSABLES <i>Établir des modes de consommation et de production durables</i>	12.2 : Gestion durable des ressources naturelles D'ici à 2030, parvenir à une gestion durable et à une utilisation responsable des ressources naturelles.	Consommation responsable des ressources (eau, énergie, autres)	
	12.3 : Gaspillage alimentaire D'ici à 2030, réduire de moitié à l'échelle mondiale le volume de déchets alimentaires par habitant au niveau de la distribution comme de la consommation et réduire les pertes de produits alimentaires tout au long des chaînes de production et d'approvisionnement, y compris les pertes après récolte.	Bonne gestion des invendus, du gaspillage, et des stocks en général	L'entreprise a une politique de transparence stricte
	12.5 : Emballages utilisés sont écologiques D'ici à 2030, réduire considérablement la production de déchets par la prévention, la réduction, le recyclage et la réutilisation.	Les emballages utilisés sont écologiques L'entreprise pratique l'économie circulaire	
ODD 15 : VIE TERRESTRE <i>Préserver et restaurer les écosystèmes terrestres</i>	15.5 : Biodiversité et espèces menacées Prendre d'urgence des mesures énergiques pour réduire la dégradation du milieu naturel, mettre un terme à l'appauvrissement de la biodiversité et, d'ici à 2020, protéger les espèces menacées et prévenir leur extinction.	Les produits sont issus de pratiques agroles durables : au minimum bio ; au mieux régénératives. L'entreprise est engagée dans une démarche de protection des espèces	
	13.2 : Politiques climatiques Incorporer des mesures relatives aux changements climatiques dans les politiques, les stratégies et la planification nationale (nous remplaçons "nationales" par "de l'entreprise").	Les externalités négatives sont considérées et limitées Les meilleures actions possibles pour l'impact environnemental en interne Excellente énergie globale et accord avec les 1,5°C L'entreprise recherche la neutralité carbone	

De ce travail, nous avons ensuite créé la grille d'impact illustrée ci-dessous. Nous y retrouvons les dimensions d'impact précédemment citées ainsi que les indicateurs (ou KPIs) et un système de notation que nous allons expliquer. Notre grille contient également une partie plus qualitative où les parties prenantes concernées et les changements induits sont illustrés pour chaque KPI. Dans la colonne la plus à droite, en face de chaque KPI, nous avons cité les ODD qui y sont liés. Cela a été possible grâce au travail précédemment effectué lors de la détermination des KPIs depuis les ODD. Nous avons aussi inclus une représentation graphique de l'impact ainsi qu'une classification de l'impact inspirée de la méthode de l'IMP. Une illustration globale de notre grille d'impact est intégrée ci-dessous. L'image est floue mais vous donne un aperçu général de la grille. Nous allons ensuite décomposer la grille et insérer des images de meilleure qualité pour rentrer plus dans les détails.

Figure 21 : Illustration de la grille d'impact complète.

Dans la première partie de cette grille nous retrouvons les dimensions d'impact, les KPIs et un système de notation sur 4 points. Concernant ces notes /4, la colonne F est à remplir par l'entreprise elle-même (E), la colonne G par Scale Up (SCUP), et la colonne H représente la moyenne (M) des deux moyennes (E et SCUP). Ceci afin d'apporter davantage d'objectivité à la notation. Nous obtenons ainsi un score pour chaque dimension d'impact.

Nous avons choisi une notation sur quatre qui part de zéro (plus mauvaise note) jusqu'à quatre (meilleure note). Cela pourrait correspondre aussi à une notation d'un à cinq, nous pourrions changer cela, les avis étaient partagés sur ce sujet. En revanche, nous avons fait exprès de ne pas choisir une notation sur dix car nous estimions qu'une notation pareille ne permettrait pas d'avoir une bonne évaluation à cause d'une marge de manœuvre disponible trop élevée.

En effet notre système a été pensé comme suit :

- 0 = pas bon du tout
 - 1 = plutôt non
 - 2 = neutre
 - 3 = plutôt oui
 - 4 = tout à fait (nous mettons un quatre si nous estimons que l'entreprise ne peut pas faire mieux sur l'indicateur concerné)

Avec une notation sur dix, nous estimions qu'un six ou un sept (par exemple) ne seraient pas très révélateurs et difficile à nuancer. C'est pour cela que nous avons opté pour une notation sur moins de chiffres.

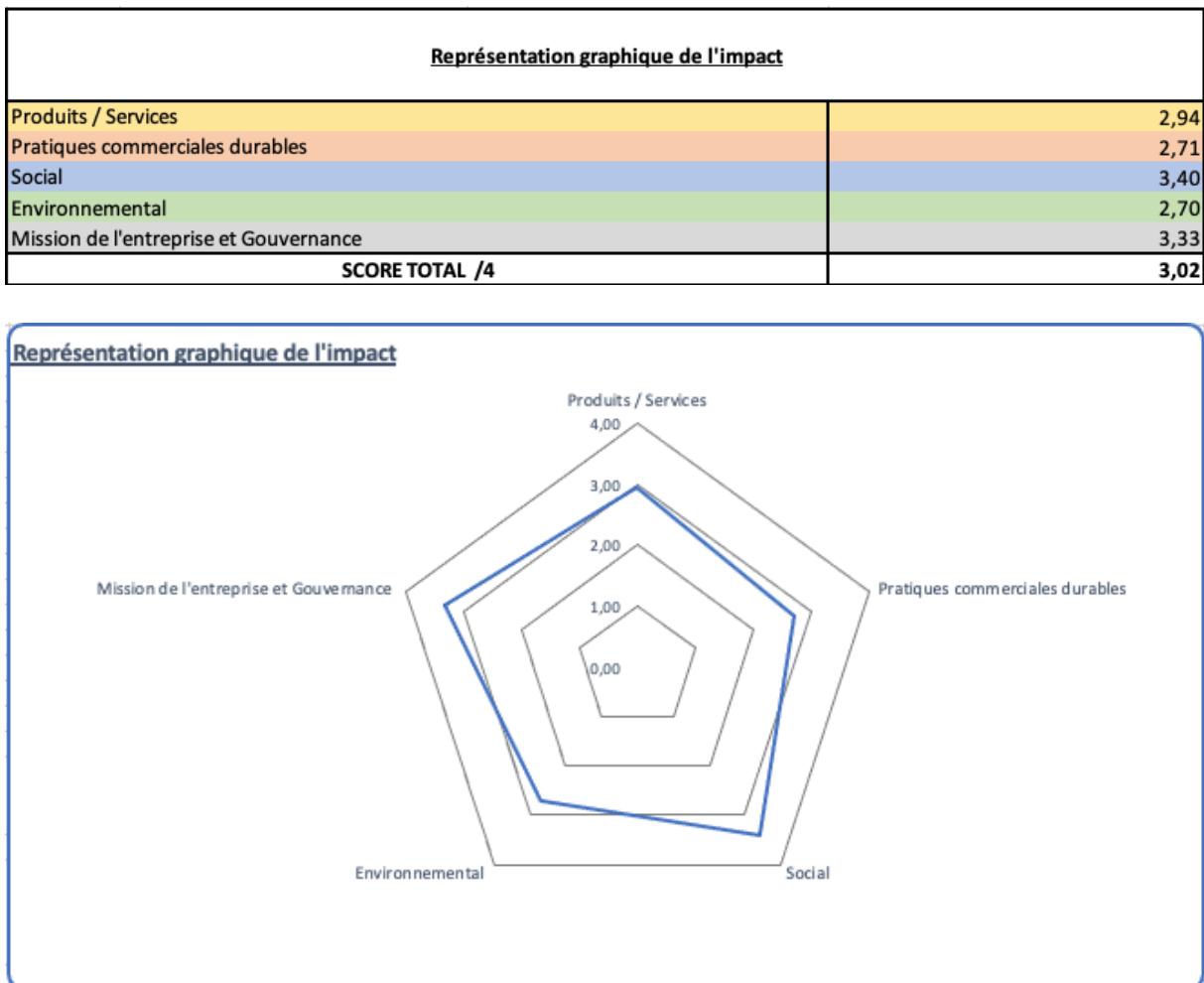
La première partie de la grille est présentée ci-dessous

Figure 22 : Partie 1 de la grille d'impact.

DIMENSIONS D'IMPACT	KPIs	NOTES /4		
		E	SCUP	M
PRODUITS / SERVICES	Les produits sont issus de pratiques agroles durables : au minimum bio (score 3) ; au mieux régénératives (score 4)	3	3	
	Les produits sont issus de petits producteurs	3	3	
	Les produits sont bons pour la santé / Les services servent une bonne cause	3	3	2,94
	Proximité géographique des aliments utilisés / Circuits courts / Produits locaux	3	3	
Moyenne		3,00	2,88	
PRATIQUES COMMERCIALES DURABLES	Un screening fournisseurs et une politique d'achats responsables est mise en place (pour tous les achats)	3	3	
	L'entreprise est engagée dans une démarche de valorisation des producteurs / agriculteurs	4	3	
	L'entreprise a une consommation responsable de ses ressources (eau, énergie, autres)	2	2	
	Bonne gestion des invendus, du gaspillage, et des stocks en général	4	4	
	Les emballages utilisés sont écologiques	3	3	2,71
	L'entreprise pratique l'économie circulaire	2	1	
Moyenne		2,93	2,50	
SOCIAL	Conditions de travail et gestion RH (dialogue et progrès social, sécurité, ambiance, formations, évolutions)	3	3	
	L'entreprise travaille avec des personnes fragilisées	3	3	
	Existance d'une diversité sociale et d'une équité h/f	4	4	
	Revenus justes, pas de disparité h/f	4	4	3,40
	Activité créatrice d'emplois	4	4	
Moyenne		3,50	3,30	
ENVIRONNEMENTAL	L'entreprise est engagée dans une démarche de protection des espèces avec ses fournisseurs	3	2	
	Les externalités négatives sont considérées et limitées	3	2	
	Des mesures sont prises pour réduire l'impact environnemental en interne	3	3	
	Empreinte écologique globale et accord avec les 1,5C° (kms parcourus et total émissions de CO2)	3	3	2,70
Moyenne		2,90	2,50	
MISSION DE L'ENTREPRISE ET GOUVERNANCE	L'entreprise répond à un besoin sociétal spécifique	4	3	
	L'activité de l'entreprise est bien alignée à sa mission	4	4	
	Une notion de Theory of Change est identifiable	3	2	
	L'entreprise intègre l'impact dans ses décisions stratégiques	4	4	
	L'entreprise a un business model hybrid qui intègre performance économique et sociétale	4	4	
	L'entreprise est prête à contractualiser des objectifs d'impact à atteindre	3	3	3,33
	L'entreprise à de bonnes relations et est engagée auprès de ses parties prenantes	4	4	
	L'entreprise est à la recherche de partenariats pour augmenter son impact positif	3	3	
Moyenne		3,44	3,22	
TOTAL		3,15	2,88	3,02

Une fois que nous avons déterminé les scores pour chaque dimension d'impact, nous pouvons donner une représentation graphique de l'impact grâce à un graphique dit radar (figure ci-dessous).

Figure 23 et 24 : Représentation graphique de l'impact.



Cette représentation « radar » permet de très bien visualiser les dimensions sur lesquelles l'entreprise est le plus focalisée, et là où elle doit s'améliorer. Elle peut également être utilisée pour faire un suivi d'impact en comparant le graphique d'une année à l'autre pour la même entreprise et apprécier les améliorations ou détériorations en termes d'impact.

Pour en finir avec le système de notation, en s'inspirant de l'outil de l'IMP, nous avons classifier l'impact total de l'entreprise grâce au score global obtenu sur quatre. En effet, l'IMP propose de classifier l'impact de l'entreprise en trois catégories possibles représentées par les lettres A, B ou C.

- « A : Au minimum, les entreprises peuvent agir pour éviter de nuire à leurs parties prenantes, par exemple en réduisant leur empreinte carbone ou en payant un salaire approprié ; ces entreprises "responsables" peuvent également atténuer le risque opérationnel ou de réputation (souvent appelé gestion du risque ESG), ainsi que respecter les valeurs personnelles de leurs propriétaires.

- B : En plus d'agir pour éviter les préjudices, les entreprises peuvent faire bénéficier activement les parties prenantes, par exemple en améliorant de manière proactive les compétences de leurs employés ou en vendant des produits qui favorisent la santé ou l'éducation ; ces entreprises "durables" le font dans le but de réaliser des performances financières supérieures à long terme (souvent appelées "recherche d'opportunités ESG").
- C : De nombreuses entreprises peuvent aller plus loin : elles peuvent utiliser leurs capacités pour contribuer à la résolution de problèmes sociaux ou environnementaux urgents, par exemple en permettant à une population autrement mal desservie de jouir d'une bonne santé, de bons résultats scolaires ou d'une bonne intégration financière, ou en embauchant et en formant des personnes anciennement au chômage » (IMP, s. d).

Dans notre exemple, l'entreprise a obtenu un score total de 3,02/4, elle est donc classé « B ». Un exemple est illustré ci-dessous. Les limites de score pour passer d'une lettre à une autre ont été déterminé avec les administrateurs du fonds Scale Up.

Figure 25 : Classification de l'impact de l'entreprise inspirée de l'IMP.

Classification de l'impact de l'entreprise (A = Min ; C = Max) selon le score total /4:
1,5 < score < 2 : A - L'entreprise agit au minimum pour réduire les préjudices sociaux
2,1 < score < 3,4 : B - L'entreprise bénéficie à ses parties prenantes
3,5 < score < 4 : C - L'entreprise contribue à des solutions

Une réflexion a été mené concernant la potentielle exclusion d'entreprises basée sur cette classification d'impact. En effet, nous pourrions nous dire que si l'entreprise n'atteint pas la lettre « B », et a donc un score de deux ou inférieur à deux, alors le fonds n'entre pas dans son capital. Une seconde approche serait de se dire, si l'entreprise est classé A, le fonds investit à condition que l'entreprise soit d'accord pour améliorer son impact pour parvenir à être classée « B » ou idéalement « C ». Scale Up était plus du côté de cette second approche car le fonds estime que son rôle est aussi d'aider l'entreprise à atteindre davantage d'impact positif (principe d'additionnalité).

Enfin, notre grille d'impact sert également à récolter des informations qualitatives concernant les parties prenantes concernées et les changements induits chez ces dernières. Nous trouvions intéressant d'inclure ces changements afin de se rapprocher de la théorie du changement. Nous avons établi une liste déroulante de parties prenantes et de changements induits et avons inclus deux colonnes dans les deux catégories car il se peut que plusieurs parties prenantes soient concernées par un même KPI, et idem pour les changements induits. Une autre colonne intitulé « autres commentaires » a été ajouté pour que les analystes du fonds puissent ajouter tout autre information supplémentaire concernant l'entreprise analysée.

Enfin, une colonne « défis à relever / objectifs à contractualiser » se trouve sur la partie droite. L'idée ici est qu'après une première évaluation d'impact, les analystes identifient des potentiels points d'améliorations en termes d'impact sur lesquels l'entreprise pourrait travailler. Après cela, en collaboration avec l'entreprise et dans la mesure du possible, le fonds pourrait fixer voire contractualiser des objectifs d'impact à atteindre afin que l'entreprise améliore son impact positif sur la société et que le fonds participe directement à ces améliorations. On retrouve ici le principe d'additionnalité exprimé précédemment dans la définition de l'impact investing.

Figure 26 : Suite de la grille d'impact.

PARTIES PRENANTES CONCERNÉES		CHANGEMENTS INDUITS		AUTRES COMMENTAIRES	DÉFIS À RELEVER / CONTRACTUALISER
Environnement	Producteurs	Meilleure santé	Moins de pollution		
Producteurs	Économie locale	Moins d'inégalités	Développement économique local		
Clients	Société				
Économie locale	Environnement				
Société	Environnement	Développement économique durable			
Producteurs	Société	Moins d'inégalités	Vision orientée vers l'impact		
Environnement	Société				
Environnement	Société				
Environnement	Environnement	Moins de pollution	Développement économique durable		
Environnement	Société				
Clients	Employés	Développement économique durable	Vision orientée vers l'impact		
Employés	Société				
Employés	Société				
Employés	Société				
Économie locale	Société	Développement économique local	Développement économique durable		
Environnement	Fournisseurs				
Environnement		Développement économique durable			
Environnement	Société	Développement économique durable	Moins de pollution		
Environnement	Société				
Société		Développement économique durable	Vision orientée vers l'impact	Participe au mouvement du bio et du mieux manger	
Société		Développement économique durable	Vision orientée vers l'impact		
Société		Vision orientée vers l'impact			
Société	Économie locale				
Économie locale	Société	Développement économique durable	Vision orientée vers l'impact	B-Corp : Isadora estime que ce serait possible mais elle ne pense pas que ce soit très pertinent pour le moment.	
Société					
Fournisseurs	Employés	Développement économique durable	Développement économique local	Elle estime qu'aujourd'hui, Farm n'a pas besoin de la certification mais peut-être qu'aujourd'hui des investisseurs ça pourrait être utile	
Économie locale	Société				
Société	Environnement	Vision orientée vers l'impact			

Cet outil peut servir au Comité de sélection afin d'apprécier assez rapidement l'impact de potentiels nouveaux projets mais aussi pour faire un suivi d'impact. Elle peut en effet aussi servir à fixer des objectifs d'améliorations et à apprécier les améliorations en réévaluant une même entreprise un an après sa première évaluation (par exemple). Cette grille s'apparente dès lors davantage à un outil d'évaluation d'impact que de mesure d'impact dans le sens où il n'y a pas de vraie mesure mise en place. Le système de notation permet de donner un score et d'avoir un aperçu des pratiques de l'entreprise ainsi que des points sur lesquels elle pourrait s'améliorer.

La prochaine facette de l'outil permettra d'aller plus dans le détail et s'apparentera davantage à de la mesure d'impact.

2.4. Suivi des participations et mesure d'impact

Une autre partie de l'outil a été conçu afin de faire un suivi d'impact avec les participations du fonds. En effet, une fois que le fonds a investi dans une entreprise, cette partie de l'outil lui permettra de faire un suivi et d'aller davantage dans le détail en se basant sur des données précises alignées aux KPIs des différentes dimensions d'impact précédemment citées. Il s'agira dès lors de mesure d'impact. Les données alignées aux KPIs vont être amenées à changer en fonction de l'activité de l'entreprise analysée et des données mesurables qui y sont associées. Par exemple, Scale Up est actionnaire chez Farm et chez le Champignons de Bruxelles et les données mesurables d'impact ne seront pas les mêmes d'une participation à l'autre. À titre d'exemple, on pourrait prendre une donnée chez Farm comme le pourcentage de chiffre d'affaires fait avec des produits bio et/ou locaux. Pour le Champignons de Bruxelles, cette donnée n'étant pas applicable et pertinente, on pourrait plus penser au nombre de drèches de bière récupéré pour fabriquer des champignons (par exemple). Tout cela pour dire que les données ne sont pas figées et qu'elles devront être adaptées aux activités des entreprises. Une colonne « Résultats » a été incluse avec différentes échelles de temps (six mois, un an, un an et demi, deux ans) pour que le fonds, en fonction des objectifs d'impact et des données mesurables déterminées avec l'entreprise, puisse apprécier l'atteinte de ces objectifs qui auront été fixés sur différentes échelles de temps. Ces échelles peuvent également être amenés à changer et à être fixé au cas par cas. Une colonne « défis à relever et objectifs à contractualiser » a également été ajouté afin que le fonds puisse fixer de nouveaux objectifs en collaboration avec l'entreprise en question. Vous trouverez une illustration de cette partie de l'outil ci-dessous. Les « données qui y sont inscrites sont des données à titre d'exemple. Elles ont été pensées sur base des activités de Farm qui est la plus importante participation de Scale Up. Il est également important de noter que ces données ne seront pas toutes applicables à une même participation. Il faut que le fonds détermine en collaboration avec l'entreprise sur quels points ils veulent travailler ensemble. Par exemple, on pourrait penser dans un premier temps à se focaliser sur une seule dimension d'impact. Il vaut mieux que l'entreprise améliore ses pratiques petit à petit sur quelques objectifs que d'essayer d'être « bonne » partout en même temps. Ce serait trop compliqué.

Concernant les illustrations, une première (floue) reprend l'entièreté de cette partie de l'outil et les deux suivantes ont été incluse pour avoir une meilleure visibilité.

Figure 27 : Outil de suivi des participations en termes d'impact.

DIMENSIONS D'IMPACT	KPIs	DONNÉES	RÉSULTATS				DÉFIS À RELEVER / CONTRACTUALISER POUR PLUS D'IMPACT
			6 mois	1 an	1,5 ans	2 ans	
PRODUITS / SERVICES	Les produits sont issus de pratiques agroïles durables : au minimum bio ; au mieux régénératives.	Part de CA faite avec des produits Bio					
	Les produits sont issus de petits producteurs	Part de CA faite avec des producteurs locaux (80km)					
	Les produits sont bons pour la santé / Les services servent une bonne cause	Part de CA faite avec des producteurs en transition					
	Proximité géographique des aliments utilisés / Circuits courts / Produits locaux	Part de CA de produits Fair Trade					
PRATIQUES COMMERCIALES DURABLES	Un screening fournisseurs et une politique d'achats responsables est mise en place (pour tous les achats)	Nombre de références sans gluten, sans lactose, etc.					
	L'entreprise est engagée dans une démarche de valorisation des producteurs / agriculteurs	Nombre de recettes/aliments analysés (YouMeal)					
	L'entreprise a une consommation responsable de ses ressources (eau, énergie, autres)	Nombre de références sans additifs dangereux					
	Bonne gestion des inventus, du gaspillage, et des stocks en général						
SOCIAL	Les emballages utilisés sont écologiques	Poids des déchets en kg					
	L'entreprise pratique l'économie circulaire	Utilisation d'emballages et autres déchets non recyclables en kg					
	L'entreprise a une politique de transparence stricte	Ressources provenant de l'économie circulaire / de déchets (ECHO avec ses dréches)					
		Utilisation d'emballages bio-dégradables, recyclées, réutilisables en kg					
ENVIRONNEMENTAL	Conditions de travail et gestion RH (dialogue et progrès social, sécurité, ambiance, formations, évolution)	Niveau de transparence (informations disponibles sur tous les produits : provenance, ingrédients, contenus, etc.)					
	L'entreprise travaille avec des personnes fragilisées	Pratiques culturales des agriculteurs / fournisseurs					
	Existance d'une diversité sociale et d'une équité h/f	Consommation d'énergie					
	Revenus justes, pas de disparité h/f						
MISSION DE L'ENTREPRISE ET GOUVERNANCE	Activité créatrice d'emplois						
	L'entreprise est engagée dans une démarche de protection des espèces avec ses fournisseurs						
	Les externalités négatives sont considérées et limitées						
	Des mesures sont prises pour réduire l'impact environnemental en interne						
	- Empreinte écologique globale et accord avec les 1,5°C						
	L'entreprise recherche la neutralité carbone						

DIMENSIONS D'IMPACT	KPIs	DONNÉES	RÉSULTATS			
			6 mois	1 an	1,5 ans	2 ans
PRODUITS / SERVICES	Les produits sont issus de pratiques agroïles durables : au minimum bio ; au mieux régénératives.	Part de CA faite avec des produits Bio				
	Les produits sont issus de petits producteurs	Part de CA faite avec des producteurs locaux (80km)				
	Les produits sont bons pour la santé / Les services servent une bonne cause	Part de CA faite avec des producteurs en transition				
	Proximité géographique des aliments utilisés / Circuits courts / Produits locaux	Part de CA de produits Fair Trade				
PRATIQUES COMMERCIALES DURABLES	Un screening fournisseurs et une politique d'achats responsables est mise en place (pour tous les achats)	Nombre de références sans gluten, sans lactose, etc.				
	L'entreprise est engagée dans une démarche de valorisation des producteurs / agriculteurs	Nombre de recettes/aliments analysés (YouMeal)				
	L'entreprise a une consommation responsable de ses ressources (eau, énergie, autres)	Nombre de références sans additifs dangereux				
	Bonne gestion des inventus, du gaspillage, et des stocks en général					
SOCIAL	Les emballages utilisés sont écologiques	Poids des déchets en kg				
	L'entreprise pratique l'économie circulaire	Utilisation d'emballages et autres déchets non recyclables en kg				
	L'entreprise a une politique de transparence stricte	Ressources provenant de l'économie circulaire / de déchets (ECHO avec ses dréches)				
		Utilisation d'emballages bio-dégradables, recyclées, réutilisables en kg				
ENVIRONNEMENTAL	Conditions de travail et gestion RH (dialogue et progrès social, sécurité, ambiance, formations, évolution)	Niveau de transparence (informations disponibles sur tous les produits : provenance, ingrédients, contenus, etc.)				
	L'entreprise travaille avec des personnes fragilisées	Pratiques culturales des agriculteurs / fournisseurs				
	Existance d'une diversité sociale et d'une équité h/f	Consommation d'énergie				
	Revenus justes, pas de disparité h/f					
MISSION DE L'ENTREPRISE ET GOUVERNANCE	Activité créatrice d'emplois					
	L'entreprise est engagée dans une démarche de protection des espèces avec ses fournisseurs					
	Les externalités négatives sont considérées et limitées					
	Des mesures sont prises pour réduire l'impact environnemental en interne					
	- Empreinte écologique globale et accord avec les 1,5°C					
	L'entreprise recherche la neutralité carbone					

2.5. Impact du fonds

En plus d'évaluer l'impact des entreprises et des projets financés, il semblait intéressant de mettre en valeur l'impact de Scale Up en tant que fonds. Cette partie représente la dernière étape de l'utilisation de l'outil créé. Cette évaluation d'impact peut être utilisée pour le rapport annuel de Scale Up.

Nous distinguons deux axes majeurs dans cette dernière partie. Un axe dans lequel nous avons tenté d'agrégier les données, et principalement les scores récoltés grâce à la grille d'impact, et un axe dans lequel les entreprises financées vont donner leur avis (via un court questionnaire) sur l'impact du fonds sur leurs activités.

Concernant le premier axe, nous avons distingué différents critères sur lesquels nous baserons pour analyser l'impact du fonds. En effet, un premier critère « économique » sera analysé avec plusieurs indicateurs et données que nous avons mis en place en collaboration avec les administrateurs du fonds. Ensuite viendra le critère « impact » dans lequel nous avons déterminé quelques indicateurs mesurables et là où seront repris les différents ODD sur lesquels les participations du fonds, et donc le fonds lui-même, sont focalisés. Pour illustrer cela nous mettrons en lumière la méthodologie qui a été appliquée pour déterminer les KPIs d'impact. Toujours dans le critère « impact », nous allons également retrouver les dimensions d'impact utilisées dans la grille d'impact. C'est ici que nous allons agréger les différents scores obtenus par la grille pour chaque participation. En effet, en faisant la moyenne, toutes participations incluses, de chaque score pour chaque dimension d'impact, nous aurons une évaluation globale de toutes les participations pour chaque dimension, et cela reflètera l'évaluation d'impact de Scale Up. Ce sera aussi un moyen d'apprécier les ODD sur lesquels le fonds est le plus concentré. Nous insistons sur le terme « évaluation » car il ne s'agit pas de mesure d'impact mais bel et bien d'une évaluation, comme précisé plus tôt lors de la présentation de la grille d'impact. Nous pourrons ainsi établir un graphique radar pour Scale Up, identique à celui de la grille d'impact des participations. Nous avons également spécifié que le fonds participait également à deux nouvelles cibles d'ODD de par son activité (cf schéma ci-dessous). Enfin, pour la dernière partie de ce premier axe, nous avons estimé important d'inclure une partie environnementale liée aux activités du fonds. Nous serons ici plus dans de la mesure d'impact car il s'agira de récolter des données comme le nombre de kilomètres parcourus en voiture par les administrateurs du fonds, la consommation d'eau et d'énergie ou encore l'empreinte CO2 totale du fonds.

Le second axe de cette partie de l'outil correspond à un questionnaire qui a été créé afin d'apprécier l'impact de Scale Up sur les entreprises financées. Toutes les entreprises financées devront répondre à ce questionnaire. Il permettra une analyse plus objective de l'impact du fonds. Le questionnaire contient cinq questions qui se ressemblent légèrement mais ont pour but de récolter des informations précises et différentes. Afin d'apporter plus de clarté, de précision et de mieux définir les objectifs des différentes questions, nous avons associé

chaque question à une dimension. Ces dimensions ne sont pas liées à celles d'impact précédemment citées. On retrouvera les dimensions suivantes :

- Économique
- Accompagnement
- Impact
- Contribution
- Financière

Les réponses attendues des entreprises sont représentées par un score /4 pour rester sur le système de notation identique à celui de la grille d'impact, sauf pour la question de la dimension financière pour laquelle l'entreprise répondra de manière ouverte. Les scores obtenus pourront également servir à construire un graphique radar afin d'avoir un meilleur aperçu des dimensions sur lesquels le fonds est le plus focalisé et pour fixer des axes d'améliorations en fonction des réponses des participations.

Voici ci-dessous l'illustration (un peu floue) qui reprend la totalité de cette dernière partie d'outil.

Figure 28 : Outil d'évaluation d'impact du fonds.

Critères	Indicateurs	Données
ECONOMIQUE	Nombre de dossiers analysés /an Nombre d'entreprises financées Montant total investit Nombre total d'employés des entreprises financées (toutes entreprises réunies) Nombre total d'emplois créés Contribution au développement de la gestion des entreprises (accompagnement, suivi)	(€) (en nombre d'heures)
IMPACT	Engagement et influence auprès des entreprises financées pour améliorer leurs impacts positifs Fonctionnement coopératif du fonds Équité H/F des coopérateurs Nombre total de bénéficiaires (qui ont profité des produits des entreprises financées) Nombre d'entreprises non-sélectionnées à cause de leur impact jugé négatif	(questionnaire entreprises + nb d'heures pour suivie) (nombre d'h données par chaque coopérateurs) (nombre de clients total de toutes les entreprises)
SDGs	Contribution au SDG n°2 - Faim zéro Contribution au SDG n°3 - Bonne santé et bien-être Contribution au SDG n°8 - Travail décent et croissance économique Contribution au SDG n°12 - Consommation et production responsables Contribution au SDG n°13 - Lutte contre les changements climatiques Contribution au SDG n°15 - Vie terrestre Fonctionnement en accord avec le SDG n°17 : Partenariats pour la réalisation des SDGs	Explication de la méthodologie utilisée pour déterminer les KPIs d'impact liés aux SDGs Spécifier le réseau de Scale Up (Solifin, Shared Values...)
Dimensions d'impact (participations)	Moyenne de toutes les notes des entreprises sur cette catégorie d'impact Moyenne de toutes les notes des entreprises sur cette catégorie d'impact Moyenne de toutes les notes des entreprises sur cette catégorie d'impact Moyenne de toutes les notes des entreprises sur cette catégorie d'impact Moyenne de toutes les notes des entreprises sur cette catégorie d'impact	Moyennes /4 de toutes les notes reçues par toutes les participations sur chaque dimension d'impact (Attention : cela donnera une analyse assez subjective de l'impact du fonds) Moyenne des 5 notes obtenues juste au dessus
TOTAL		
ENVIRONNEMENTAL (DU FONDS)	Consommation d'énergie et d'eau Nombre de Kms parcourus /an Empreinte CO2 totale	
Questionnaire pour nos participations		
Ce questionnaire a été créé afin d'apprécier l'impact de Scale Up sur les entreprises financées. Toutes les entreprises financées devront répondre à ce questionnaire. Il permettra une analyse plus objective de l'impact du fonds. Toute autre question qui semble pertinente aux administrateurs peut être ajoutée.		
Dimensions	Questions	Réponses
Économique	Sur une échelle de 0 à 4, à combien estimez-vous la contribution de Scale Up à votre développement économique ?	3
Accompagnement	Sur une échelle de 0 à 4, à combien estimez-vous l'aide et le suivi apportés par Scale Up ?	2
Impact	Sur une échelle de 0 à 4, à combien pensez-vous avoir amélioré vos impacts positifs depuis votre collaboration avec Scale Up ?	3
Contribution	Sur une échelle de 0 à 4, à combien estimez-vous l'importance de votre collaboration avec Scale Up ?	3
Financière	A quoi ont servi les fonds levés auprès de Scale Up ? Qu'avez-vous financé grâce à ces fonds ?	Réponse ouverte

3) Limites de l'outil, recommandations d'utilisation et prochaines étapes à mettre en œuvre

L'outil créé pour le fonds Scale Up a été construit en trois mois et peut être assujetti à des modifications et changements. En effet, nous avons dû nous renseigner sur les dernières tendances en termes de mesure d'impact et construire cet outil en trois mois, un temps assez limité. Il est important de rappeler que l'outil avait également besoin d'être adapté aux besoins et aux ressources du fonds Scale Up. Ce dernier avait besoin d'un outil qui était facile d'utilisation, opérationnel, adapté au secteur des systèmes d'alimentation durables et qui ne demandait pas énormément de ressources, que ce soit au niveau financier, humain, technologique ou autre. Nous tenons aussi à rappeler que le travail effectué sur l'outil a été continuellement revu et testé auprès des différents administrateurs du fonds, ainsi qu'auprès d'autres acteurs de l'impact investing comme Finance Brussels, le fonds Change du Crédal ainsi que le fonds suisse Quadia, comme énoncé précédemment. Nous avons donc approfondi et améliorer l'outil tout au long de la période de trois mois pendant laquelle nous avons été en immersion au sein de Scale Up. Tout cela pour dire que nous avons tenté d'apporter un maximum de légitimité à cet outil, d'une part en le testant auprès de professionnels du secteur, et d'une autre part en s'inspirant d'outils standardisés existants pour le construire.

Lors de la dernière présentation de l'outil aux administrateurs du fonds, il est ressorti que ce qui les intéressaient le plus dans l'outil était la grille d'impact. Cela est très certainement dû au fait que c'est l'outil le plus facilement utilisable et qu'il permet d'obtenir une évaluation d'impact rapidement. En effet, nous avons eu la chance de tester l'outil avec deux participations du fonds et il nous a fallu maximum quarante-cinq minutes pour donner des notes à chaque KPIs d'impact en collaboration avec l'entreprise puis pour repasser derrière pour remplir la colonne réservée à Scale Up.

Ces tests auprès des entreprises nous ont aussi permis d'observer que les colonnes réservées aux parties prenantes et aux changement induits toujours dans la grille d'impact ont suscité moins d'intérêt auprès des participations. Nous pensons de notre côté que ces colonnes pourraient être utiles pour le rapport d'impact de Scale Up.

Si la grille d'impact a été l'outil le plus apprécié par la majorité des administrateurs, les autres parties de l'outil ont aussi suscité de l'intérêt chez ces derniers. En effet, si on s'intéresse à aller plus loin dans le détail et à aller dans la mesure d'impact, alors l'onglet « suivi des participations » est le plus approprié. Cette partie de l'outil est sans doute celle qui demande le plus de temps et de collaboration avec l'entreprise financée mais c'est effectivement elle qui permettra de récolter des données d'impact mesurables.

Concernant les limites de l'outil, la première est que nous n'avons pas eu le temps de tester l'entièreté de toutes ces facettes ou sous-outils. En effet, comme énoncé précédemment, nous avons pu tester la grille d'impact et nous savons que le COOPCITY CANVAS ne sera pas compliqué à mettre en œuvre. Cependant, il n'en est pas de même pour

la partie « suivi des participations », qui demandera le plus de travail, et celle « impact du fonds ». Une de nos recommandations sera dès lors, de tester une première fois l'utilisation de la partie « suivi des participations » en collaboration avec une entreprise financée afin d'apprécier sa pertinence, de tester son opérationnalité et d'y apporter des modifications si besoin. Nous recommandons également pour cette partie de l'outil que, lorsque Scale Up fixera des objectifs d'amélioration d'impact avec ses participations, il serait peut-être judicieux que l'entreprise analysée se focalise sur une dimension d'impact dans un premier temps pour ne pas essayer d'être « bonne » sur tous les axes et pas ne pas s'éparpiller sur plusieurs objectifs qui seront peut-être plus difficile à atteindre.

Une des limites majeures à laquelle nous avons essayé de répondre est celle de la subjectivité de l'outil, notamment concernant le système de notation que nous avons créé pour la grille d'impact. En effet, les notes attribuées à chaque KPI ont toutes une signification et nous avons expliqué précédemment que nous avions fait exprès de ne pas choisir une échelle de notation trop importante afin de ne pas avoir une trop grande marge de manœuvre, que les notes reflètent les pratiques des entreprises et fassent vraiment ressortir quelque chose de pertinent. Cependant, il y a toujours une part de subjectivité dans la note qui sera attribuée à chaque KPI. Aussi, il faut souligner la rigueur que demande un tel outil. Une autre limite par rapport à ce système de notation est le fait que les notes peuvent changer ou être attribuées différemment selon un ou un autre analyste. En effet, en fonction de la sensibilité de chacun, les notes attribuées à chaque KPI peuvent varier d'un analyste à l'autre. Aussi, si on utilise deux fois l'outil sur une même entreprise, comment être sûr que les notes attribuées le seront avec la même sensibilité pour chaque KPI ? Cette dimension représente une véritable limite et nous recommandons à Scale Up de bien considérer cette dernière lors de l'utilisation de cette grille.

En termes de recommandations d'utilisation, nous avons également pensé à utiliser les scores totaux obtenus par la grille d'impact comme Benchmark. En effet, lorsque Scale Up aura beaucoup d'évaluation d'impact grâce cet outil et qu'une ou plusieurs entreprises du portefeuille seront classées « C » (cf classification de l'impact), alors le fonds pourra utiliser l'outil comme Benchmark. C'est à dire qu'il y aura une entreprise référente en termes d'impact et que le fonds pourra se baser sur celle-ci pour comparer les autres évaluations d'impact réalisées.

Aussi, nous avons pensé à attribuer des coefficients d'importance aux dimensions d'impact les plus représentées dans le business modèle de l'entreprise analysée. En effet, toutes les entreprises ne vont pas forcément exceller dans chaque dimension d'impact. Dès lors, il pourrait être intéressant de se concentrer sur les dimensions d'impact les plus représentées dans le business modèle de l'entreprise et de leur donner un coefficient plus important. Une autre utilisation de cette idée de coefficient serait d'appliquer des coefficients plus importants sur certaines dimensions en fonction des valeurs du fonds. Par exemple, si un fonds est plus sensible à la dimension environnementale, alors il pourrait décider d'attribuer un coefficient supérieur à cette dimension d'impact.

Enfin, nous trouvions intéressant de soulever à nouveau un point qui nous paraît très important concernant l'utilisation de cet outil. Effectivement, nous pensons que ce dernier peut être utilisé de deux manières différentes, ou plutôt avec deux esprits différents et nous avons déjà mentionné ce point brièvement lors de l'explication de la classification de l'impact, toujours à propos la grille d'impact. Nous avions dit qu'une réflexion avait été mené sur une potentielle exclusion d'entreprise basée sur la classification d'impact et que Scale Up avait été contre car le fonds est davantage dans une optique d'amélioration d'impact. Nous trouvons ce point très intéressant et encourageons Scale Up à continuer à penser de la sorte, et les autres fonds d'impact investing à adopter cette mentalité si ce n'est pas déjà le cas. Pour Scale Up, dans un scénario d'analyse d'impact préinvestissement, si une entreprise est classé « A » mais que son business modèle est solide et que la mission de l'entreprise est claire et alignée avec une volonté soit de créer un impact positif, soit de réduire un impact négatif, alors le fonds considérera un investissement plutôt que d'éliminer l'entreprise de son pipeline car elle n'a pas un assez bon impact. Le fonds a ainsi une vision d'amélioration d'impact. Il peut décider d'entrer au capital d'une entreprise afin d'améliorer son impact en fixant avec elle des objectifs d'amélioration d'impact plutôt que d'exclure une entreprise en laquelle il croit mais qui a un impact positif encore trop limité. Nous trouvons cette mentalité intelligente, optimiste et positive, alignée sur une idée et une volonté de progrès.

Conclusion

Ce travail de recherche nous aide dans un premier temps à mieux comprendre les différences entre impact investing et investissement socialement responsable, à apprécier les évolutions du marché de l'impact investing ainsi que son encadrement par les institutions européennes. Dans un second temps, ce travail permet d'avoir une vue d'ensemble mais précise sur les différents outils et lignes directrices utilisés pour la gestion, l'analyse et la mesure d'impact. Nous avons en effet pu mettre en lumière et analyser les différentes pratiques de gestion et de mesure d'impact dans le cadre de l'impact investing et cela d'un point de vue scientifique, grâce à la deuxième partie de la revue de littérature, et d'un point de vue empirique, grâce à notre étude de terrain qui a permis de récolter des informations directement auprès de professionnels de l'impact investing. Enfin, notre dernière partie, créée grâce aux deux premières et aussi grâce à notre immersion au sein du fonds d'investissement à impact Scale Up, nous a permis de répondre de manière concrète à notre question de recherche qui était : Comment améliorer la méthodologie de mesure d'impact d'un fonds finançant des entreprises évoluant dans les systèmes d'alimentation durables ?

Nous pensons que cette dernière partie peut apporter une contribution aux praticiens de mesure d'impact, notamment de par la méthodologie utilisée pour créer l'outil, méthodologie qui peut être répliquée par d'autres acteurs de l'impact investing.

Limites de ce travail et recommandations pour aller plus loin

Le travail effectué, notamment celui d'analyse des pratiques de mesure d'impact ne fournit certainement pas une analyse exhaustive de toutes les pratiques du secteur de l'impact investing. En effet, notre étude de terrain s'est intéressée aux pratiques de 22 acteurs ce qui reste un échantillon assez réduit. Les outils que nous avons analyser son reconnus comme étant largement utilisés mais il apparaît aussi qu'enormément d'acteurs utilisent leur propre outil créé sur-mesure pour gérer, analyser et mesurer leur impact. De ce fait une des recommandations pour aller plus loin serait peut-être de faire une étude empirique pour étudier et analyser les méthodologies utilisées pour créer des outils sur-mesure. Il s'agirait, dès lors, d'étudier les pratiques des acteurs et de synthétiser les méthodologies qu'ils utilisent pour : définir leur stratégie d'impact, définir des KPIs d'impact, gérer et suivre l'impact et enfin le mesurer.

L'outil qui a été créé pour Scale Up a également quelques limites dont nous avons déjà parlé. En effet, l'outil a été créé en trois mois et n'est certainement pas parfait. L'idée était de fournir une bonne base au fonds pour qu'ils puissent ensuite adapter et modifier l'outil en fonction des évolutions du portefeuille du fonds et de ses valeurs et préférences.

Enfin, nous ne pouvons que recommander les points soulevés par le FIR et France Invest et nous-même (déjà énumérés à la fin de la première partie) pour pousser la recherche un peu plus loin, à savoir : la mesure d'impact net (externalités positives ajustées aux externalités négatives) ; le périmètre d'impact au niveau de l'entreprise (savoir si l'impact est généré par les produits ou services ou par les processus de l'entreprise) ; l'agrégation des indicateurs d'impact (sujet également évoqué dans les challenges rencontrés par les acteurs) (FIR, France Invest, 2021) ; l'impact généré par l'investissement lui-même (comment déterminer à quel point l'investissement contribue à l'impact de l'entreprise).

Bibliographie

AFG (2020). *Guide professionnel*. Récupéré 29 juin 2021 de <https://www.afg.asso.fr/wp-content/uploads/2020/12/guidepro-finance-durable-201215web.pdf>

Arvidson, M., Lyon, F., McKay, S., & Moro, D. (2013). Valuing the social? The nature and controversies of measuring social return on investment (SROI). *Voluntary Sector Review*, 4(1), 3–18. <https://doi.org/10.1332/204080513X661554>

AVISE. (s. d). *L'AVISE : une agence d'ingénierie pour entreprendre autrement*. Récupéré le 29 juin 2021 de <https://www.avise.org/presentation>

B-Analytics. (s, d). *GIIRS*. Récupéré le 02 août 2021 de <https://b-analytics.net/giirs-funds>

B-Corp. (s, d). *Qu'est-ce que le mouvement B Corp*. Récupéré le 12 juin 2021 de <https://bcorporation.eu/about-b-lab/country-partner/france>

Bengo, I., Borrello, A., & Chiodo, V. (2021). Preserving the Integrity of Social Impact Investing: Towards a Distinctive Implementation Strategy. *Sustainability*, 13(5), 2852. doi:10.3390/su13052852

BetterEvaluation. (s. d). *Section sur la théorie du changement*. Récupéré le 29 juin 2021 de <https://www.betterevaluation.org/fr/node/5312>

Blasi, S., Sedita, S-R. (2021). Mapping the emergence of a new organisational form: An exploration of the intellectual structure of the B Corp research. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. Récupéré de <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1002/csr.2187>

Bonaldo, A. (25 mars 2021). *La finance à impact, effet de mode ou tendance de fond de la finance durable ?* [Webinaire]. Récupéré de <https://www.economie.gouv.fr/webinaire-la-finance-impact-effet-de-mode-ou-tendance-de-fond-finance-durable-25-mars>

Busch, T., Bruce-Clark, P., Derwall, J. et al. (2021). Impact investments: a call for (re)orientation. *SN Bus Econ*, 1, (33). <https://doi.org/10.1007/s43546-020-00033-6>.

Commission européenne. (s. d). *EU taxonomy for sustainable activities*. Récupéré le 25 février 2021 de https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities_fr

Commission européenne. (2021). *Sustainable finance package*. Récupéré le 17 juin 2021 de https://ec.europa.eu/info/publications/210421-sustainable-finance-communication_en

Deloitte (2021). *The EU takes a major step forward in sustainability reporting*. Récupéré le 17 juin 2021 de <https://www2.deloitte.com/fr/fr/pages/sustainability-services/articles/eu-takes-major-step-forward-sustainability-reporting.html>

Eurazeo (Sophie Flak). (2021). *NFRD, CFRD, DFRD, Taxonomie ... kesako ?* Récupéré le 21/06/2021 de <https://www.eurazeo.com/fr/nfrd-cfrd-sfrd-taxonomie-kesako>

EUROSIF (stratégies ISR) (web)

ESSEC – Les Cahiers de l’Institut de l’Innovation et de l’Entrepreneuriat Social (2015). *Évaluer l’impact social avec l’approche SROI*. Paris. Récupéré de https://www.avise.org/sites/default/files/atoms/files/20140204/201202_Essec_SROI.pdf

ESMA – European Securities and Markets Authority. (2021). *Final report on draft Regulatory Technical Standards*. Récupéré le 21/06/2021 de https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc_2021_03_joint_esas_final_report_on_rts_under_sfdr.pdf

FIR, France Invest (2021). *Investissement à impact, une définition exigeante pour le coté et le non-coté*. Récupéré de <https://www.franceinvest.eu/club/commission-impact>

Fondation Daniel & Nina Carasso (2019). *Guide d’accompagnement : Comment mesurer l’impact d’un projet alimentaire*? Paris : Fondation Carasso. Récupéré de <https://www.avise.org/ressources/comment-mesurer-limpact-dun-projet-alimentaire>

GIIN (définition d’impact investing) (web)

GIIN (2020). *Annual impact investor survey*. Récupéré de <https://thegiin.org/assets/GIIN%20Annual%20Impact%20Investor%20Survey%202020.pdf>

GIIN (2020). *The state of impact measurement and management practice*. Second Edition. Récupéré de https://thegiin.org/assets/GIIN_State%20of%20Impact%20Measurement%20and%20Management%20Practice_Second%20Edition.pdf

GIIN (2019). *Iris+ Core Metrics Sets*. Récupéré de https://s3.amazonaws.com/giin-web-assets/iris/assets/files/guidance/20190507-IRIS-FND-Core%20Metrics%20Sets_r8.pdf

GIIN (2016). *Annual impact investor survey*. Récupéré de
<file:///Users/Gus/Desktop/2016%20GIIN%20Annual%20Impact%20Investor%20Survey.pdf>

Gouiffès, C. (25 mars 2021). *La finance à impact, effet de mode ou tendance de fond de la finance durable ?* [Webinaire]. Récupéré de <https://www.economie.gouv.fr/webinaire-la-finance-impact-effet-de-mode-ou-tendance-de-fond-finance-durable-25-mars>

Höchstädter, A. K., Scheck, B. (2014). What's in a name: An Analysis of Impact Investing Understandings by Academics and Practitioners. *Journal of Business Ethics*, 132, 449-475. DOI 10.1007/s10551-014-2327-0.

Impact Management Project. (s. d.). Récupéré le 29 juin 2021 de
<https://impactmanagementproject.com/about/>

Impact Management Project. (s. d.). Récupéré le 03 août 2021 de
<https://impactmanagementproject.com/impact-management/impact-management-norms/#anchor3>

Impact Management Project. (s. d.). Récupéré le 03 août 2021 de
<https://impactmanagementproject.com/impact-management/how-investors-manage-impact/>

International Finance Corporation – IFC (2020). *Growing Impact. New insights into the Practice of Impact Investing*. Récupéré de
<https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/8b8a0e92-6a8d-4df5-9db4-c888888b464e/2020-Growing-Impact.pdf?MOD=AJPERES&CVID=naZEST9>

International Institute for Sustainable Development - IISD (2020). *Sustainable Investing. Shaping the future of finance*. Récupéré de
<https://www.iisd.org/system/files/publications/sustainable-investing.pdf>

Kölbel, J. F., Heeb, F., Paetzold, F., & Busch, T. (2020). Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact. *Organization & Environment*, 33(4), 554–574. <https://doi.org/10.1177/1086026620919202>.

Komatsu Ciprani, T., Deserti, A., et al. (2020): Business Models & Social innovation: Missiondriven versus Profit-driven Organisations. *International Review of Applied Economics*, 1-26. DOI: 10.1080/02692171.2020.1781066.

Macridis, P-L. (2021, 24 juin). *Conseiller / Associate - Private, Alternative & Impact Investments au sein de Fondaction*. [Entretien]. Teams.

Nakatani, N. (2021, 7 juin). *Chef de projet et expert en finance et impact au sein de Mobilize Invest (Groupe Renault)*. [Entretien]. Teams.

Neil Reeder, Andrea Colantonio, John Loder & Gemma Rocyn Jones (2015). Measuring impact in impact investing: an analysis of the predominant strength that is also its greatest weakness. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5 (3), 136-154, DOI: 10.1080/20430795.2015.1063977.

Organisation des Nations Unies (ONU). (s. d). *Objectifs de Développement Durable*. Récupéré le 27 juillet 2021 de <https://www.un.org/sustainabledevelopment/fr/objectifs-de-developpement-durable/>

Ormiston, J., Charlton, K. et al. (2015). Overcoming the Challenges of Impact Investing: Insights from Leading Investors. *Journal of Social Entrepreneurship*, 6 (3), 352-378.

Perinic, A. (2021, 15 juin). *Business Development Director au sein de Danone Communities (Danone)*. [Entretien]. Teams.

PRI – Principles for Responsible Investment (2018). *Impact Investing, Market Map*. Récupéré de <https://www.unpri.org/download?ac=5426>

Reisman, J., Olazabal, V., & Hoffman, S. (2018). Putting the “Impact” in Impact Investing: The Rising Demand for Data and Evidence of Social Outcomes. *American Journal of Evaluation*, 39(3), 389–395. <https://doi.org/10.1177/1098214018779141>

So, I., Staskevicius, A. (2015). *Measuring the “impact” in impact investing*. Harvard Business School. Récupéré de <https://www.hbs.edu/socialenterprise/Documents/MeasuringImpact.pdf>

Social Impact Investment Taskforce. (2014). *Measuring Impact – Subject paper of the Impact Measurement Working Group*. Récupéré de <file:///Users/Gus/Downloads/Measuring-Impact-WG-paper-FINAL.pdf>

Spiess-Knafl, W., Scheck, B. (2017). *Impact Investing – Instruments, Mechanisms and Actors* (1ère édition). Basingstoke : Palgrave Macmillan. doi:10.1007/978-3-319-66556-6.

Stievenart, E. (25 mars 2021). *La finance à impact, effet de mode ou tendance de fond de la finance durable ?* [Webinaire]. Récupéré de <https://www.economie.gouv.fr/webinaire-la-finance-impact-effet-de-mode-ou-tendance-de-fond-finance-durable-25-mars>

Tankwe, L. (25 mars 2021). *La finance à impact, effet de mode ou tendance de fond de la finance durable ?* [Webinaire]. Récupéré de <https://www.economie.gouv.fr/webinaire-la-finance-impact-effet-de-mode-ou-tendance-de-fond-finance-durable-25-mars>

The Center of Theory of Change. (s. d). *What is theory of change.* Récupéré le 02 août 2021 de <https://www.theoryofchange.org/what-is-theory-of-change/>

The Center of Theory of Change. (s. d). *Theory of change background.* Récupéré le 02 août 2021 de <https://www.theoryofchange.org/what-is-theory-of-change/>

Thirion, I. (2019). *How to drive impact performance in an impact-first investment fund, considering an impact-based financial reward scheme in particular?* (Mémoire de Master). HEC Liège.

Van Beurden P., Gössling T. (2008). The Worth of Values – A Literature Review on the Relation Between Corporate Social and Financial Performance. *Journal of Business Ethics.* 82(2), 407–424. doi:10.1007/s10551-008-9894-x.

Verrinder, N-B, Zwane, K. et al. (2018). Evaluative tools in impact investing: three case studies on the use of theories of change. *African Evaluation Journal.* 6(2). s-p. doi.org/10.4102/aej.v6i2.340

Wikipreneurs. (s. d). *Coopcity Canvas (coopératif).* Récupéré le 29 juin 2021 de <https://www.wikipreneurs.be/fr/outils/entreprendre-organisation/coopcity-canvas>

Xhaufflair, V. (2019). *L'argent levier d'impact ... Acteurs, méthodes, impacts.* Family Partners. Récupéré le 29 juillet de https://familypartners.eu/wp-content/uploads/2019/06/Family_Argent-levier-d-impacts_VXhaufflair_280319.pdf