
MESURE D'IMPACT ET LABEL ISR : ANALYSE ET RECOMMANDATIONS

21 Septembre 2018

Diane-Laure Arjaliès

Ivey Business School, Western University (Canada)

Membre du Comité Scientifique du Label ISR

Pierre Chollet

Institut Montpellier Management, MRM et LABEX Entreprendre, Université de Montpellier

Membre du Comité Scientifique du Label ISR

Patricia Crifo

Université Paris Nanterre, École Polytechnique et CIRANO (Canada)

Membre du Comité du Label ISR et du Comité Scientifique du Label ISR

Nicolas Mottis

École polytechnique

Membre du Comité Scientifique du Label ISR, Coordinateur du Groupe de Travail Impact



Diane-Laure Arjaliès

Diane-Laure Arjaliès est Professeure Assistante à Ivey Business School, Western University (London, Canada). Diplômée d'un doctorat de l'ESSEC Business School, Diane-Laure étudie la façon dont la création de nouveaux dispositifs de calculs et actions collectives peuvent contribuer à mettre les marchés financiers au service d'un développement durable. Au cours des dix dernières années, Diane-Laure a analysé l'émergence de l'investissement socialement responsable, le financement de la protection des écosystèmes, les monnaies alternatives et la création de mesures d'impact.

Son travail lui a valu plusieurs prix académiques, pédagogiques et professionnels internationaux. Elle travaille actuellement sur la montée en puissance des nouvelles technologies financières (blockchain, intelligence artificielle, transformation digitale, etc.) et leurs répercussions sur le système financier et la société.



Patricia Crifo

Ancienne élève de l'Ecole Normale Supérieure de Cachan et docteur en Economie, Patricia Crifo est Professeur à l'Université Paris Nanterre et Professeur chargé de cours à l'Ecole Polytechnique, où elle co-dirige la chaire Finance Durable et Investissement Responsable (TSE – IDEI et Ecole Polytechnique), et est en charge du programme « Smart cities and urban policy »

Patricia Crifo est également chercheur associé externe du centre CIRANO (Montréal), membre du Conseil Economique du Développement Durable, du comité du label ISR, du Jury du prix du Forum pour l'Investissement Responsable et de la fondation pour la connaissance des énergies.

Parmi les distinctions qui lui ont été décernées, elle a été nominée au prix du Meilleur Jeune Economiste Le Monde/Cercle des économistes (2010), elle est Chevalier de l'ordre national du mérite (2014), et elle a obtenu le prix du Meilleur jeune chercheur à Lyon (2002).

Ses recherches portent sur la responsabilité sociale et environnementale des entreprises, la gouvernance, la croissance verte, le progrès technique, l'organisation du travail et les inégalités.



Pierre Chollet

Professeur agrégé des universités, titulaire de l'Habilitation à Diriger des Recherches et d'un Doctorat de Finance de l'Université Paris Dauphine, Pierre Chollet exerce ses fonctions à l'Institut Montpellier Management, Université de Montpellier. Il y dirige le Master Gestion de Patrimoine. Il est chercheur et directeur de recherche au sein du laboratoire *Montpellier Research in Management* et du programme « Stratégies de marché et gouvernance durable des entreprises » du LaBex Entreprendre.

Ses sujets de recherche portent sur l'Investissement Socialement Responsable, les options, les produits dérivés actions et les investissements directs à l'étranger. Il a notamment publié divers articles, et dirigé plusieurs thèses, sur le lien entre Finance et Responsabilité Sociale de l'Entreprise, tant du point de vue des entreprises que de celui des investisseurs et des marchés financiers. Il est membre du comité scientifique du Label ISR soutenu par les pouvoirs publics.



Nicolas Mottis

est professeur à l'Ecole polytechnique et directeur académique de l'Executive Master de l'X. Il a obtenu un Doctorat en Economie à l'Ecole Polytechnique (France) en 1993 et une Habilitation à Diriger des Recherches à l'Université Paris Dauphine en 2000. Il a été chercheur visitant à Stanford (US), à la Harvard Business School (US), à l'Australian Graduate School of Management (Sydney, Australie), à l'University of Queensland (Australie) et à l'Université de Mannheim (Allemagne). Ses centres d'intérêt actuels en recherche portent sur le management de l'innovation dans des contextes de haute technologie et sur l'investissement socialement responsable.

Dans ce cadre, il a été membre du Comité d'Orientation et du Jury Académique International des PRI de 2010 à 2017. Il est membre depuis 2008 du jury du prix Européen FIR-PRI (Forum de l'Investissement Responsable – PRI) et en a été président en 2011. Il a été nommé en 2014 Expert auprès de la Plateforme Nationale RSE (France Stratégie). Il est membre du comité scientifique du label public ISR.

Enfin, il est membre des conseils d'administration de l'Ecole de Paris du Management, de la Société Française de Management et du Forum pour l'Investissement Responsable.

Ce rapport présente les travaux du Groupe de Travail Impact lancé lors de la réunion du Comité du Label ISR du 1^e décembre 2017, coordonné par Nicolas Mottis pour le Comité Scientifique du Label ISR et qui a réuni une trentaine d'acteurs de la place financière parisienne sur les questions de mesure d'impact des fonds labellisés.

Ce groupe a fonctionné de décembre 2017 à juin 2018 avec l'objectif de faire des propositions concrètes au Comité du Label ISR, notamment sur l'évolution du référentiel utilisé comme base de labellisation des fonds.

Il a réalisé de nombreuses auditions d'acteurs français et internationaux, une revue de littérature large sur la question de l'impact, une enquête ouverte par questionnaire et un appel à propositions.

Cela a conduit à la formulation de 4 propositions visant à améliorer la prise en compte des questions d'impact par le label. Ces propositions seront présentées au Comité du Label à l'automne 2018.

Pour plus d'information, merci de contacter les membres du Comité Scientifique du Label ISR :

- Diane-Laure Arjaliès, Ivey Business School, Western University (Canada), darjalies@ivey.ca
- Pierre Chollet, Institut Montpellier Management, MRM et LABEX Entreprendre, Université de Montpellier, pierre.chollet@umontpellier.fr
- Patricia Crifo, Université Paris Nanterre, École Polytechnique et CIRANO (Canada), patricia.crifo@polytechnique.edu
- Nicolas Mottis, École polytechnique, nicolas.mottis@polytechnique.edu

Pour citer ce rapport :

Arjaliès, D-L., Chollet P., Crifo P., Mottis N., (2018) Mesure d'impact et label ISR : Analyse et recommandations, Rapport publié sous l'égide du Comité Scientifique du Label ISR français.

SOMMAIRE

| | |
|--|-----------|
| Synthèse..... | 10 |
| Chapitre 1. Revue de littérature sur la mesure d'impact | 13 |
| Contours de la montée en puissance de l'ISR | 14 |
| Des fonds éthiques à l'impact investing : l'ISR, Un mouvement en forte croissance..... | 14 |
| Plusieurs degrés d'engagement dans l'investissement responsable..... | 15 |
| L'apparition de labels | 16 |
| Des encours sous gestion ISR difficiles à estimer mais en progression régulière..... | 17 |
| Historique de la mesure d'impact | 18 |
| La mesure d'impact environnemental et social aux Etats-Unis..... | 18 |
| Venture Philanthropy : quand la philanthropie et le capital-risque se rencontrent | 18 |
| Développement des entreprises sociales..... | 19 |
| Motivations sous-jacentes à la prise en compte de facteurs ESG (environmental-Social-Gouvernance) | 19 |
| La littérature sur la Responsabilité Sociale de l'Entreprise (RSE) | 19 |
| Spécificité des motivations de l'Investissement Socialement Responsable (ISR)..... | 21 |
| Lien entre performance financière et extra-financière | 22 |
| Distinguer la mesure d'exposition de la mesure d'impact | 24 |
| Un facteur de risque évalué différemment : le cas des émissions de gaz à effet de serre (GES) | 25 |
| Considérer des externalités actuellement peu ou pas internalisées : le cas de la biodiversité | 25 |
| Agences de notation extra-financière : logique d'intégration ESG ou d'impact investing ? | 26 |
| Informations non financières et mesure de performance : Contexte réglementaire | 27 |
| Cadre réglementaire concernant l'information non financière | 27 |
| Cadre réglementaire spécifique pour les investisseurs | 27 |
| De nouveaux outils de gestion et de communication pour les entreprises | 28 |
| De nouvelles formes de capital à prendre EN compte | 28 |
| Comptabiliser : objectif de pilotage ou de communication ?..... | 29 |
| Légitimer : le développement des audits et des labels | 30 |
| Communiquer : mieux rendre compte de la création de valeur | 31 |
| Une communication qui se développe mais qui reste insuffisante | 32 |
| Choix des indicateurs..... | 33 |
| L'environnement et le climat, au cœur des priorités | 34 |
| Impact social et droits de l'homme | 35 |
| Impact Gouvernance | 37 |
| Définir le cadre de la mesure d'impact dans l'ISR..... | 38 |
| Définitions de l'impact..... | 38 |
| La mesure d'impact au travers d'un exemple : le financement d'un parc éolien | 40 |
| Définir des objectifs..... | 44 |
| Principes des Objectifs de Développement Durable | 44 |
| Des thèmes adaptés à l'investissement ?..... | 45 |
| Mesure de causalité..... | 46 |
| Approches quantitatives..... | 46 |
| Approches qualitatives | 49 |

| | |
|---|------------------|
| Agréger des mesures de performance et d'impact | 50 |
| Agréger des indicateurs | 52 |
| Rapporter une mesure à l'investissement..... | 53 |
| Différents leviers d'impact pour un fonds | 56 |
| Des instruments financiers et horizons de temps variés..... | 56 |
| D'autres leviers que les choix d'investissement : l'engagement actionnarial et de place | 56 |
| Conclusion | 57 |
| Encadrés | 59 |
| <i>Chapitre 2. Résultats du questionnaire soumis à la place de Paris.....</i> | <i>61</i> |
| Label ISR et mesure d'impact..... | 61 |
| Qu'est-ce que la mesure d'impact ? | 62 |
| La mesure d'impact en pratique | 67 |
| Caractéristiques sociodémographiques des répondants..... | 76 |
| Conclusion..... | 81 |
| <i>Chapitre 3. Suggestions des membres du groupe de travail impact.....</i> | <i>83</i> |
| Edmond de Rothschild Asset Management (Jean-Philippe Desmartin) | 85 |
| La mesure de l'impact est plus facile sur certaines classes d'actifs que d'autres | 85 |
| Les échanges au sein de la commission ont montré la diversité actuelle et future de la mesure de l'impact..... | 85 |
| Le label public ISR est destiné au retail / grand public. Il faut qu'il parle au citoyen. | 85 |
| Conclusion / Introduction..... | 86 |
| Ethifinance (Liudmila Strakodonskaya) | 87 |
| Principe général..... | 87 |
| 1. Renforcer le suivi de l'impact par les sociétés de gestion | 87 |
| 2. Améliorer la transparence sur la mesure d'impact | 88 |
| 3. Etablir les principes d'une communication de l'impact adaptée (notamment vis-à-vis du grand public)..... | 88 |
| Groupe La Française (Perrine Dutronc) | 90 |
| Principe général..... | 90 |
| Meeschaert Asset Management (Aurélie Baudhuin) | 91 |
| Principe général..... | 91 |
| Exemple | 91 |
| MSCI ESG Research (Marion de Marcillac)..... | 92 |
| Principe général..... | 92 |
| Détail technique, exemple, source... .. | 92 |
| Sycomore Asset Management (Anne-Claire Imperiale) | 93 |
| 1. Préciser les attentes en matière d'impact dans le référentiel du label ISR..... | 93 |
| 2. Définir la notion d'impact dans le rapport du groupe de travail pour éviter « l'impact washing » | 93 |
| 3. Ne pas se limiter aux indicateurs actuellement disponibles et prendre en compte les impacts positifs et négatifs | 94 |
| 4. Publier des reportings pertinents pour l'épargnant final | 94 |

| | |
|--|------------|
| 5. Adapter l'exigence en matière de reporting en fonction de l'objectif recherché par les fonds pour permettre une gradation du label ISR | 95 |
| Chapitre 4. Propositions du Comité Scientifique du Label ISR (Diane-Laure Arjaliès, Pierre Chollet, Patricia Crifo, Nicolas Mottis) | 97 |
| Proposition 1 – Définir la notion d'impact en s'appuyant sur un référentiel explicite et des données disponibles | 98 |
| Proposition 2 – Evaluer les mesures d'impact employées par les fonds labellisés de manière annuelle..... | 99 |
| Proposition 3 – Rendre publique l'évaluation de l'impact des fonds labellisés | 99 |
| Proposition 4 – Réviser à une échéance pluriannuelle les indicateurs d'impacts | 100 |
| Chapitre 5. Remarques Reçues sur le rapport et les propositions du Comité Scientifique du Label ISR..... | 101 |
| Conclusion..... | 109 |
| Remerciements | 111 |
| Annexes | 113 |
| Annexe 1. Le label ISR..... | 113 |
| Annexe 2. Liste des participants aux différentes réunions du GTI..... | 116 |
| Annexe 3. Questionnaire sur la mesure d'impact ISR | 119 |
| Annexe 4. Les objectifs de développement durable (ODD)..... | 125 |
| Annexe 5. Liste indicative d'indicateurs d'impact transversaux / spécifiques | 126 |
| Environnement..... | 126 |
| Social / Sociétal..... | 127 |
| Gouvernance | 127 |
| Respect des droits humains..... | 128 |
| Objectifs de développement durable..... | 128 |
| Annexe 6. Documents disponibles sur la mesure d'impact | 129 |
| Documents distribués dans le cadre du groupe de travail | 129 |
| Autres initiatives internationales | 129 |
| Bibliographie..... | 131 |

SYNTHESE

Créé en janvier 2016 sous l'égide du Ministère de l'Économie et des Finances (voir Annexe 1), le label ISR joue un rôle majeur dans la professionnalisation et le soutien au développement de l'ISR en France, en particulier vers le grand public. Le succès rencontré est réel avec pour 2018 déjà plus de 143 fonds labellisés représentant 39 milliards d'euros d'encours gérés par 30 sociétés de gestion.

Ce label est basé sur un référentiel qui a déjà fait l'objet de nombreux débats. L'un des points importants est l'évaluation des performances ESG (Environnemental-Social-Gouvernance) des fonds concernés et de leur capacité à démontrer leur impact. L'enjeu de crédibilité pour le label est majeur. Il est essentiel que les différences vendues aux épargnants par les fonds ISR soient expliquées, étayées et prouvées.

Les membres du Comité Scientifique du Label ISR ont donc proposé mi-2017 de lancer un groupe de travail, dénommé Groupe de Travail Impact ou GTI, pour approfondir ces sujets, en particulier la question de la mesure de l'impact des fonds labellisés. La création de ce groupe de travail a été officiellement actée le 1^e décembre 2017 par le Comité du Label ISR.

Plusieurs appels larges ont été lancés et tous les acteurs intéressés ont été invités à participer au GTI, qu'ils soient membres du Comité du Label ISR ou non, et ce, sur la base du volontariat. Quatre réunions ont été organisées au Ministère de l'Économie et des Finances entre janvier et juin 2018, réunissant à chaque fois de 25 à 30 participants (voir liste des participants en Annexe 2). Ces participants sont représentatifs du paysage des parties prenantes engagées sur l'ISR : banques, compagnies d'assurance, analystes, agences de notation, syndicalistes, consultants, chercheurs, etc.

Le processus mise en place a reposé sur plusieurs démarches :

- Une série d'auditions d'acteurs français et internationaux ayant travaillé sur la question d'impact, soit :
 - o 30 Janvier : MSCI, Oekom, Trucost,
 - o 5 Mars : deux consortiums ILG et Delphi,

- 2 Mai : Sycomore, La Française, Ethifinance, l'AFG,
- 19 Juin : la FFA, France Invest, I Care & Consult, VigeoEiris ;
- Une revue de littérature très large sur le thème, qui fait l'objet du Chapitre 1 ;
- Une enquête par questionnaires visant à préciser les visions de la place sur cette question d'impact. Cette enquête, qui a recueilli plus d'une centaine de réponses, est synthétisée dans le Chapitre 2 ;
- Un appel à propositions qui, au-delà des débats menés lors des réunions, a généré 5 contributions écrites (Sycomore, Ethifinance, MSCI, La Française, EDR Asset Management, Meeschaert AM). Elles font l'objet du chapitre 3.

Le GTI s'est également appuyé sur les différents retours en comité du label ISR de la part des tiers certificateurs (AFNOR, EY), lors de la séance du 1^e décembre 2017 notamment.

L'ensemble de ces éléments a servi de base aux propositions formulées dans le Chapitre 4 par le Comité Scientifique du Label ISR et présentés sous leur seule responsabilité.

Une première version de ce rapport a été envoyée aux membres du GTI le 31 août avec demande de retour éventuel pour le 15 septembre 2018. De façon à enrichir au maximum les propositions du Comité Scientifique et à faciliter la tâche du Comité du Label ISR qui aura à se prononcer, le Chapitre 5 présente les avis et remarques reçues.

Il est notamment ressorti de l'ensemble de ces travaux que la question de l'impact est majeure pour l'ISR en général et pour le développement du label en particulier. Mais il est aussi clair que de nombreux problèmes techniques se posent, que beaucoup de solutions restent à développer et que le niveau de maturité des acteurs de la place est encore extrêmement variable.

Les auteurs de ce rapport sont néanmoins convaincus que des progrès sont possibles et peuvent être engagés à plus ou moins brève échéance. Les propositions retenues ont été longuement discutées. La liste aurait pu être longue et de nombreuses autres pistes futures transparaissent déjà dans les lignes de ce rapport, mais l'objectif a été d'être à la fois ambitieux et pragmatique tout en s'inscrivant dans une perspective de long terme.

En progressant sur ces questions d'impact et en améliorant régulièrement son label, la place de Paris pourrait assoir son expertise dans le domaine de la finance responsable à un niveau international tout en promouvant une finance durable et soutenable, au service de la société.

La qualité de la gouvernance de son label et sa capacité à s'améliorer régulièrement en tenant compte des progrès techniques réalisés est également un signal essentiel vis-à-vis des autres places financières internationales.

Les principales propositions sont les suivantes :

- **Proposition 1 – Définir la notion d'impact en s'appuyant sur un référentiel explicite et des données disponibles**
- **Proposition 2 – Évaluer les mesures d'impact employées par les fonds labellisés de manière annuelle**
- **Proposition 3 – Rendre publique l'évaluation d'impact des fonds labellisés**
- **Proposition 4 – Réviser à une échéance pluriannuelle les indicateurs d'impacts**

CHAPITRE 1. REVUE DE LITTÉRATURE SUR LA MESURE D'IMPACT

La recherche académique sur l'information non financière a atteint un certain niveau de maturité, en particulier sur le sujet de la communication de la Responsabilité Sociale des Entreprises (RSE). Du point de vue de l'actionnaire, la recherche s'est essentiellement concentrée sur les liens entre performance extra-financière et performance financière. Bien que ce débat soit toujours d'actualité, un nouveau champ de recherche s'est récemment ouvert autour de la mesure d'impact et pose la question suivante : « Quels sont les impacts extra-financiers des investissements réalisés ? ». Face au développement de l'Investissement Socialement Responsable (ISR), l'objectif de ce chapitre est de mieux comprendre les problématiques auxquelles font face les investisseurs lorsqu'ils souhaitent mesurer l'impact de leurs investissements.

L'AFG¹ et le FIR² définissent l'ISR comme « *un placement qui vise à concilier performance économique et impact social et environnemental, en finançant les entreprises et les entités publiques qui contribuent au développement durable quel que soit leur secteur d'activité. En influençant la gouvernance et le comportement des acteurs, l'ISR favorise une économie responsable.* » Cet ISR peut prendre des formes passives (simplement par des choix d'investissement particuliers) ou plus actives (par de « l'engagement actionnarial »). Au niveau mondial, alors qu'un dollar sur neuf était investi dans l'investissement responsable en 2012, il est passé à un sur cinq en 2015 (Morgan Stanley, 2015). Dans le cadre du développement de la structuration du mouvement de l'ISR, l'enjeu de la mesure d'impact est double : il s'agit d'une part de mieux expliquer aux différentes parties prenantes les impacts d'un fonds sur l'économie réelle et la société, mais aussi de les améliorer. Les organismes de philanthropie anglo-saxons utilisent l'expression « *prove and improve* ».

Plusieurs problématiques sont inhérentes à la mesure d'impact. La première est directement liée à l'utilisation de l'information non financière³ par les acteurs financiers. Par rapport à

¹ Association Française de la Gestion Financière (AFG)

² Forum pour l'Investissement Responsable (FIR)

³ Au sens de Protin, Gonthier-Besacier, Disle, Bertrand & Périer (2014) : « *l'information non financière recouvre l'ensemble des informations quantitatives ou qualitatives qui sont proposées en dehors des états*

l'information financière, les acteurs font face à un manque de disponibilité des données, de fiabilité et de normalisation. La deuxième problématique concerne la relation de causalité entre les actions du fonds et la performance observée au niveau des entreprises. Dans quelle mesure le fonds peut-il s'attribuer l'évolution de cette performance ? La question de la causalité a largement été étudiée par les économistes pour évaluer l'impact des politiques publiques, au travers de méthodes expérimentales ou quasi-expérimentales. Bien qu'une application directe de ces méthodes soit difficilement envisageable au niveau d'un fonds, des approches qualitatives ainsi que la comparaison par rapport à un indice de référence permettent d'envisager cette notion de causalité. Une dernière problématique concerne l'agrégation et peut s'entendre à deux niveaux : l'agrégation entre différents critères et différents thèmes au niveau d'une entreprise (ex : la construction d'un score « social » ou « environnemental » à partir de multiples critères) et l'agrégation entre différents instruments financiers afin de donner une mesure globale au niveau d'un fonds.

Ce chapitre est organisé comme suit. Nous présentons tout d'abord les contours de la montée en puissance de l'ISR ainsi que les théories sous-jacentes à cette forme d'investissement. Les parties suivantes s'articulent ensuite autour de trois sous-questions de recherche : 1) Comment mesurer la performance extra-financière d'une entreprise ? 2) Comment passer de cette mesure de performance à une mesure d'impact ? 3) Comment agréger ces mesures d'impact au niveau d'un fonds d'investissement ?

CONTOURS DE LA MONTEE EN PUISSANCE DE L'ISR

DES FONDS ETHIQUES A L'IMPACT INVESTING : L'ISR, UN MOUVEMENT EN FORTE CROISSANCE

Les premiers fonds « éthiques »⁴ sont nés aux États-Unis. Basés sur l'exclusion d'entreprises liées au secteur de l'alcool, du tabac, de l'armement, de la pornographie ou des jeux⁵, l'objectif était de répondre aux exigences de certains investisseurs dont les organisations religieuses. Les fonds avec une approche positive apparaissent dans les années 1970 aux États-Unis⁶ et dans les années

financiers ; qui ne sont pas produites à partir des systèmes d'information comptables et financiers ; et qui n'ont pas un lien direct et facilement mesurable avec la performance financière ».

⁴ 1927, Pioneer Fund de Boston

⁵ Des années 1960 aux années 1980, d'autres vagues d'exclusion ont joué un rôle clé, autour de la guerre du Vietnam dans les années 60 ou de l'apartheid dans les années 70-80 (Arjaliès, 2014).

⁶ 1971 : Pax World Fund, un fonds créé par deux pasteurs avec une approche « *Best-in-Class* »

1990 en Europe. Ces fonds de développement durable (« *sustainable development funds* ») considèrent des critères extra-financiers afin de promouvoir la performance à long terme et une croissance durable. En France, plusieurs lois initiées à la fin des années 1990 contribuent au développement de l'investissement responsable (Crifo et Mottis, 2016 ; Gond et Boxenbaum, 2013 ; Louche et Lydenberg, 2006). En 1999, la création des « Fonds de Réserve des Retraites » est accompagnée d'une stratégie d'investissement responsable : les mandats de gestion doivent intégrer les critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance (ESG). Le développement de l'ISR se poursuit, entre autres grâce à la poussée de l'épargne salariale (loi Fabius, 2001) et à la volonté de certains investisseurs institutionnels de considérer des critères extra-financiers (Arjaliès, 2010). C'est aussi la naissance des premiers indices spécialisés (Dow Jones Sustainability Group Indexes, 1999), des agences de notations financières (Arèse, 1997) ainsi que des groupes de travail regroupant de nombreux acteurs institutionnels et professionnels (Forum pour l'Investissement Responsable, 2001). En 2006, les *Principles for Responsible Investment* (PRI) permettent de renforcer la visibilité de l'ISR au niveau international (Gond et Piani, 2013). Ces dernières années, ce sont principalement les enjeux climatiques qui ont mobilisé la sphère financière. L'accord de Paris sur le climat (Union européenne, 2016), les réglementations qui en découlent et la prise de conscience en termes de risque des grands acteurs financiers contribuent au développement de l'ISR.

PLUSIEURS DEGRES D'ENGAGEMENT DANS L'INVESTISSEMENT RESPONSABLE

Les stratégies en termes d'ISR sont variées (Desmartin, 2014 ; Dumas et Louche, 2016) : exclusions normatives ou sectorielles (entreprises engagées dans des activités contradictoires avec des normes⁷ ou dans des activités jugées néfastes), approche dites « best-in-class » (investissement dans les entreprises les plus performantes d'un secteur donné), « best-in-universe » (investissement dans les entreprises les plus performantes quel que soit le secteur), « best-effort » (meilleure amélioration des pratiques ESG), thématiques (fonds spécialisés sur une thématique, ex. « énergies renouvelables »). En 2015, les approches de contraintes ESG ayant un « impact limité » étaient estimées à 73% des actifs sous gestion ISR (Novethic, 2015). Les approches de valorisation financière (intégration de critères ESG dans la valorisation) ainsi que les stratégies « best-in-class » ou « best-in-universe » qui réduisent de 25 à 50% l'univers d'investissement, considérées comme ayant un « impact significatif », représentaient 20% des

⁷ Ex : 10 principes du Pacte mondial des Nations-Unies

actifs sous gestion ISR. On parle aussi d'Impact Investing pour les stratégies actives plus engagées dans un retour extra financier (Barman, 2015). En France, l'association Finansol, créée en 1995, promeut ce type d'investissement à travers des guides, des événements et un label (sur lequel nous reviendrons). Cependant, la segmentation entre ces pratiques est encore vague. Buckart, Lydenberg et Ziegler (2018) distinguent les pratiques de mesures d'impact de l'impact investment par la question à laquelle les investisseurs répondent : au lieu de considérer la question *“what are the carbon emissions and working condition consequences of our investment in this enterprise or fund?”*, ils considèrent *“what can we do, as an individual investor and as a collective investment community, to address climate change and labor issues and, in turn, help to foster an environment and society that promotes the long-term growth and solvency of our assets?”*. L'impact investment visant un impact précis, les investisseurs se concentrent généralement sur des stratégies thématiques. C'est le cas du mouvement de *Venture Philantropy* (que nous détaillerons après), précurseur dans la mesure d'impact.

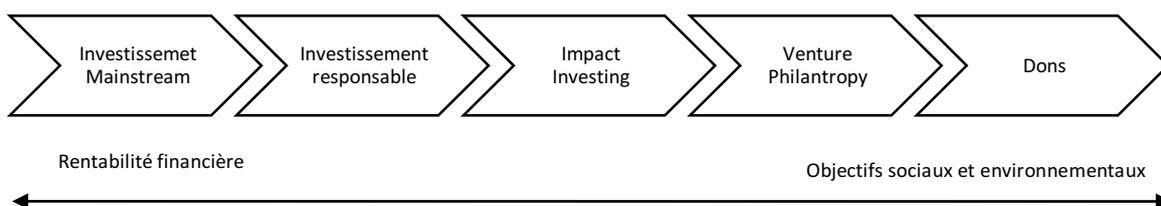


FIGURE : DIFFERENTS DEGRES D'ENGAGEMENT DANS L'INVESTISSEMENT

L'APPARITION DE LABELS

Le premier label français lié à l'Investissement Responsable est apparu en 1997 (Arjaliès et al., 2013). Visant les placements d'épargne solidaire, le label Finansol peut être attribué à des livrets, des organismes de placement collectif, des assurances-vie, des actions non-cotées (150 produits labellisés). Les deux critères sont la solidarité et la transparence des informations⁸

En 2001, suite à la loi sur l'épargne salariale le label Comité Intersyndical de l'Épargne Salariale est créé pour attester que les gammes de fonds proposés aux salariés respectent un rapport « *qualité/prix* » une « *gestion socialement responsable* » ainsi que des critères de gouvernance. En avril 2018, 13 gammes de fonds sont labellisées⁹.

⁸ Source : <http://www.finansol.org/pourquoi-un-label/>

⁹ Source : <http://www.ci-es.org/nos-produits/>

En décembre 2015, le Ministère de l'Environnement de l'Énergie et de la Mer (aujourd'hui Ministère de la Transition Écologique et Solidaire) lance un label Transition Énergétique et Écologique pour le Climat. Il exclut par exemple les fonds qui investissent dans le nucléaire et les énergies fossiles. Novethic, EY France et Afnor Certification peuvent attribuer ce label (en avril 2018, 19 fonds sont labellisés).

Enfin, en 2016, a été lancé par le Ministère des Finances et de l'Industrie le label Investissement Socialement Responsable qui concerne les fonds relevant de la directive UCITS¹⁰ et certains fonds d'investissement alternatifs (fonds d'investissement à vocation générale et fonds d'épargne salariale). Les deux organismes certificateurs sont Afnor Certification et EY France. Les critères de labellisation s'articulent autour de plusieurs piliers : 1) les objectifs recherchés par le fonds au travers de la prise en compte des critères ESG ; 2) la méthodologie d'analyse et de notation des émetteurs mise en œuvre par la société de gestion ; 3) La prise en compte des critères ESG dans la construction et la vie du portefeuille ; 4) La politique d'engagement ESG (dialogue et vote) avec les émetteurs ; 5) Transparence ; 6) Mise en évidence des impacts positifs sur le développement d'une économie durable. Dans le référentiel actuel du label, la notion d'impact est abordée à plusieurs reprises : dans le pilier politique de vote : « *En quoi cette politique d'engagement et de vote est cohérente avec la recherche d'impacts ESG du fonds ?* » puis dans le pilier de mise en évidence des impacts positifs. Il doit notamment préciser « *la méthode d'évaluation de l'impact, - Les résultats obtenus en différenciant les impacts sur (i) les performances sur l'environnement, (ii) les performances sociales, (iii) les performances en termes de gouvernance et (iv) les performances en termes de respect des droits humains.* »

DES ENCOURS SOUS GESTION ISR DIFFICILES A ESTIMER MAIS EN PROGRESSION REGULIERE

Face à un manque de normalisation, il est difficile de chiffrer les encours d'actifs sous gestion ISR. Toutefois, les statistiques disponibles montrent une croissance constante dans tous les pays. Au niveau international, la Global Sustainable Investment Alliance estime que l'ISR représente 22 890 milliards de dollars en 2016 contre 18 276 en 2014 (GSIA, 2016). Aux États-Unis l'ISR représente 8 720 milliards de dollars fin 2015 (US SIF, 2016), en Europe, l'ISR représente 12 040 milliards de dollars en 2016 contre 10 775 en 2014 (GSIA, 2016). En France, les en-cours ISR sont estimés à 746 milliards d'euros en 2015, contre 550 en 2014 (Novethic, 2015). Les valeurs absolues doivent

¹⁰ Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive

être considérées avec précaution, mais les évolutions au sein d'un même périmètre confirment la montée en puissance de l'ISR.

HISTORIQUE DE LA MESURE D'IMPACT

LA MESURE D'IMPACT ENVIRONNEMENTAL ET SOCIAL AUX ETATS-UNIS

Le développement démographique, économique et technologique après la deuxième guerre mondiale a donné naissance à une prise de conscience de l'opinion publique sur les enjeux environnementaux et sociaux, en particulier aux États-Unis. En 1970, Richard Nixon signe le *National Environmental Policy Act* qui impose aux agences fédérales de prendre en compte les enjeux environnementaux dans l'évaluation des projets à grande échelle (Caldwell, 1988). Il s'agit alors d'une mesure préalable à la réalisation d'un projet, visant à le valider ou à le modifier. Dans les années 1990, la notion de « *Strategic Environmental Assessment* » étend la notion d'*Environmental Impact Assessment* à la stratégie de mise en place des projets (Reeder et Colantonio, 2013). Depuis les années 2000, les acteurs du développement international ont fortement contribué au développement de mesures d'impact. Les motivations à mieux mesurer l'impact des projets répond d'une part à de nouvelles politiques et des budgets resserrés qui nécessitent de faire des arbitrages en amont et d'autre part à une plus grande pression des donateurs et de l'opinion publique (« *bang for their buck* ») (Peersman et al., 2016).

VENTURE PHILANTHROPY : QUAND LA PHILANTHROPIE ET LE CAPITAL-RISQUE SE RENCONTRENT

Dans les années 1990, les nouvelles fortunes issues de la naissance d'Internet et les méthodes d'investissement du capital-risque (*venture capital*) de la Silicon Valley redynamisent la philanthropie. Face au manque d'efficacité des pouvoirs politiques sur les enjeux environnementaux et sociétaux, de nouveaux investisseurs émergent : les « *venture philanthropists* » (Bugg-Levine et Emerson, 2011). Dans un article publié dans la *Harvard Business Review*, Letts, Ryan et Grossman (1997) montrent en quoi les pratiques de gestion des risques, de mesure de performance et la proximité des investisseurs propres au capital-risque peuvent contribuer à améliorer l'impact des fondations. En 2003, Frumkin (2003) estime que 40 institutions s'inscrivent dans cette approche en investissant 60 millions de dollars par an aux États-Unis (à comparer aux 200 milliards de donations annuelles). En Europe, l'*European Venture Philanthropy Association* estime que la majorité des fonds de Venture Philanthropy engagent des

budgets inférieurs à 2,5 millions d'euros¹¹. Bien que ces montants soient relativement faibles par rapport à ceux de l'ISR et à fortiori de l'investissement mainstream, ce mouvement a fortement participé au développement des mesures d'impact (The European Venture Philanthropy Association, 2013).

DEVELOPPEMENT DES ENTREPRISES SOCIALES

Les entreprises sociales, intégrées en France dans l'économie sociale et solidaire se sont rapidement développées après la crise financière de 2008. Elles ont pour objectif de « *créer de la valeur sociale plutôt que de générer du profit pour leurs propriétaires et leurs partenaires* » (Stievenart et Pache, 2014, p. 77). Leur performance ne se juge donc pas au niveau financier, mais bien au niveau de leur impact social. Étant donné la diversité des objectifs recherchés par ces entreprises et la complexité de la mesure de changements sociaux, il n'existe pas aujourd'hui de norme sur la méthode de mesure d'impact (Stievenart et Pache, 2014). Parmi plus de dix outils de mesure d'impact recensés par Gibbon et Dey (2011), le Social Return on Investment (SROI) et la méthodologie de Social Accounting & Audit (SAA) sont les plus utilisés. La méthodologie de SAA, particulièrement adaptée pour les petites et moyennes entreprises, utilise à la fois des indicateurs quantitatifs et narratifs alors que la méthodologie du SROI, sur laquelle nous reviendrons, est plus quantitative et synthétique (Dey et Gibbon, 2017). Face à la pression grandissante des investisseurs et à la volonté des dirigeants de mieux comprendre l'impact de ces entreprises (Costa et Pesci, 2016), le « *Groupe d'experts de la Commission sur l'entrepreneuriat social (GECES)* » a créé en 2012 un groupe de travail dédié à la mesure d'impact¹².

MOTIVATIONS SOUS-JACENTES A LA PRISE EN COMPTE DE FACTEURS ESG (ENVIRONMENTAL-SOCIAL-GOUVERNANCE)

LA LITTERATURE SUR LA RESPONSABILITE SOCIALE DE L'ENTREPRISE (RSE)

Les motivations à développer la Responsabilité Sociale d'une Entreprises (RSE), c'est-à-dire de prendre la responsabilité de l'impact de l'entreprise sur la société au-delà de ses obligations

¹¹ <http://www.fondazione-social-venture-gda.it/wp-content/uploads/2017/12/The-EVPA-Survey-2015-2016-The-State-of-Venture-Philanthropy-and-Social-Investment-VP-SI-in-Europe.pdf>

¹² http://ec.europa.eu/internal_market/social_business/docs/expert-group/social_impact/140605-sub-group-report_en.pdf

légales (Crifo et Forget, 2015) sont diverses (Bansal et Song, 2017). Pour Friedman (1970), la responsabilité sociale de l'entreprise est de générer du profit en respectant les règles instaurées par l'état. Selon lui, la répartition des priorités sociales et environnementales est un enjeu politique, qui doit dépendre de l'état et non de l'entrepreneur sachant que toute mesure prise par un agent, autre que pour maximiser le profit, aura un coût pour l'une des parties prenantes (actionnaire, client ou salarié). D'un autre côté, plusieurs théories justifient l'intégration des enjeux ESG et plus généralement le développement de la responsabilité sociale des Entreprises.

Il peut tout d'abord s'agir d'obligations réglementaires ou d'anticipation de futurs réglementations plus contraignantes (Crifo et Forget, 2014). En Europe, une première directive a été adoptée en 2014 concernant l'obligation de publier des informations non-financières sur les piliers ESG pour les entreprises cotées ou de plus de 500 salariés. Ces entreprises doivent en particulier reporter sur les risques et les impacts concernant l'environnement, la société et les employés, le respect pour des droits de l'homme, la corruption et la diversité au sein du comité de direction. La directive ne précise cependant pas de standards à utiliser. Elle rejoint les initiatives des Nouvelles Régulations Économiques et Grenelle II déjà adoptées en France. Il peut aussi s'agir de réglementation spécifiques à un secteur, c'est par exemple le cas pour le secteur automobile avec ses propres normes de dépollution (Mottis, 2015).

La prise en compte des critères ESG peut aussi être motivée par une réduction des coûts à court-terme (modèle « gagnant-gagnant » (Porter et Kramer, 2006)). En effet, certaines mesures peuvent avoir un effet direct sur la structure des coûts sans pour autant nécessiter des investissements importants. Il peut aussi s'agir de répondre à la pression de la société civile (risque de réputation par exemple) ou interne à l'entreprise (risque opérationnel). Une démarche plus « intégrée » consiste à envisager les critères ESG comme un avantage concurrentiel dans « un nouveau modèle » stratégique (Mottis, 2015). Bénabou et Tirole (2010) utilisent le terme proposé par Baron (2001) de '*strategic CSR*' pour décrire ce type de motivation : en créant un avantage concurrentiel basé sur la RSE, l'entreprise augmente ses profits à long terme.

En opposition à l'objectif unique de profitabilité de l'entreprise développé par Friedman, Porter et Kramer (2002) prônent une compatibilité entre « *social benefit* » et « *pure business* » au niveau des entreprises. Porter et Kramer (2011) vont plus loin et introduisent le concept de « *shared*

value ». ¹³ La responsabilité sociale ne doit plus être considérée en marge de l'activité : la valeur économique doit se construire en répondant aux enjeux sociétaux. *'Shared value is not social responsibility, philanthropy, or even sustainability, but a new way to achieve economic success'*. Ils proposent trois axes pour y parvenir : a) dans la conception des produits et des marchés b) en redéfinissant la productivité dans la chaîne de valeur c) développement des regroupements d'acteurs locaux.

Une autre approche de la responsabilité sociale est proposée par Bénabou et Tirole (2010). Certaines des parties prenantes peuvent être prêtes à sacrifier de l'argent pour des enjeux sociaux (investisseurs, clients, employés) via la responsabilité sociale des entreprises : on parle alors de "philanthropie déléguée" (*'delegated philanthropy'*). Au niveau individuel, constatant les limites du marché et des actions publiques face aux enjeux sociaux et environnementaux, et étant donné leurs préférences diversifiées, les agents peuvent accepter de sacrifier de l'argent (leur motivation finale étant généralement liée à l'amélioration de leur image ou de l'image qu'ils renvoient à la société). Plutôt que d'agir directement, ces agents peuvent préférer passer par la responsabilité sociale d'une entreprise, évitant ainsi des coûts de transaction importants.

Enfin, Bénabou et Tirole (2010) proposent une autre explication au développement de la RSE, cette fois-ci initiée directement par le management : l'*"insider-initiated corporate philanthropy"*. Dans certains cas en effet, la conviction de certains membres de la direction peut suffire à développer des actions liées aux enjeux ESG.

SPECIFICITE DES MOTIVATIONS DE L'INVESTISSEMENT SOCIALEMENT RESPONSABLE (ISR)

Nous venons de voir les motivations des entreprises à intégrer les enjeux ESG dans leurs décisions. Les acteurs financiers étant généralement des sociétés, une bonne partie de ces motivations sont donc transposables. En effet, les notions de risque de réputation, de pression de la société ou de pression réglementaire s'appliquent tout autant aux acteurs financiers qu'aux entreprises classiques. Cependant, la spécificité de l'activité d'investissement a un impact sur certains des vecteurs de motivation étudiés ci-dessus.

Au-delà des obligations réglementaires, certains investisseurs voient dans la prise en compte des facteurs « extra-financiers » une manière de mieux comprendre la création de valeur d'une

¹³ Cf. Crane, Palazzo et Spence (2014) pour une critique du concept de "shared value".

entreprise à long terme. En incitant les entreprises à communiquer dessus, ils réduisent le biais d'information existant et créent plus de valeur financière (Flammer et Bansal, 2017).

La notion de philanthropie déléguée développée par Bénabou et Tirole (2010) au niveau de la RSE est d'autant plus valable pour les acteurs financiers. En effet, les asset-owners agissent généralement pour le compte d'autres agents économiques (ménages, entreprises) et les asset-managers pour le compte de ces asset-owners. Les mandats de gestion entre asset-owners et asset-managers intègrent de plus en plus la prise en compte des enjeux ESG et matérialisent donc cette notion de responsabilité « déléguée ».

Enfin une autre motivation liée à la gestion des risques est proposée par Monks et Minow (2008) via la notion d'« *universal ownership* ». Étant donné leurs larges univers d'investissement, qui peut être considéré comme l'économie dans son ensemble, les externalités issues d'une des entreprises du portefeuille risquent d'en affecter une autre et donc d'être internalisées au niveau du fonds. C'est le cas des grands investisseurs tels que BlackRock¹⁴ ou les fonds de pension souverains (Gjessing et Syse, 2007). Cet argument est d'autant plus important que ces fonds ont généralement des horizons d'investissement très longs. Gjessing et Syse (2007) mettent tout de même en avant une limite de cet argument à savoir qu'il est uniquement valable si l'on considère la performance absolue du fonds (les externalités auront par exemple tendance à ralentir l'économie globale). Or de nombreux asset-managers ont des mandats avec des performances relatives, par exemple par rapport à un indice.

LIEN ENTRE PERFORMANCE FINANCIERE ET EXTRA-FINANCIERE

Ces arguments théoriques considèrent que la performance extra financière (RSE, ISR) est un levier pour la performance financière. Mais qu'en est-il au plan empirique ? Ce lien entre performance financière et critères extra financiers a reçu une attention considérable dans la littérature depuis plusieurs décennies. Les résultats ne sont pas unanimes, mais les récentes méta-analyses s'accordent à dire que l'intégration de critères ESG dans les choix d'investissement ne réduit pas nécessairement la performance financière. Margolis, Elbeinbein et Walsh (2009) ont réalisé une méta-analyse de 167 études portant sur 192 relations entre politique ESG et rentabilité financière. Globalement, leur conclusion est que l'effet de la performance sociale sur la performance financière est petit, positif et significatif. La performance RSE ne détruit pas la valeur

¹⁴ Fin 2017, le fonds américain BlackRock détenait 6 288 milliards de dollars à travers le monde.

actionnariale, même si ses effets sur la valeur de l'entreprise ne sont pas élevés. En segmentant les études suivant 9 approches¹⁵, ils constatent que les liens sont plus forts lorsque les critères extra financiers étudiés concernent les œuvres caritatives, la révélation de pratiques néfastes et l'environnement. Une autre méta-analyse, réalisée en 2014 par l'université d'Oxford à partir de 190 publications, montre que 90 % des études concluent que l'intégration de critères ESG permet de diminuer le coût du capital, 80% montrent une relation positive entre les rentabilités des cours et les pratiques ESG et 88% montrent une progression des performances opérationnelles.

A titre d'exemple, Edmans (2011) met en évidence le lien entre le bonheur des employés et la performance actionnariale. Mais l'étude d'évènements (dans ce cas des publications concernant le bonheur des employés) révèle surtout la non prise en compte de ces relations par les marchés financiers (Mottis, 2015). Sycomore AM¹⁶ étudie chaque année la corrélation entre les notes attribuées à chaque critère des grandes thématiques du développement durable et les indicateurs de performance boursière ou économiques (valorisation / marge EBIT, ratio Return On Equity). Ces études montrent que pour chaque dimension, les investisseurs demandent une prime de risque lors d'investissements dans des entreprises n'ayant pas une politique ESG active, ce qui est cohérent avec d'autres travaux de recherche (Girerd-Potin, Jimenez-Garcès et Louvet, 2014).

Différentes méthodologies ont été utilisées pour étudier le lien entre performance extra-financière et performance financière : impact sur la performance financière d'une entreprise, sur le cout du capital (El Ghouli et al., 2011), comparaison de performances des fonds ISR par rapport aux fonds classiques (Climent et Soriano, 2011), comparaison d'indices ISR par rapport aux indices classiques¹⁷ ou études d'évènements. Parmi les approches plus larges au niveau d'un portefeuille, Lapointe (2013) a étudié l'impact des stratégies d'ISR sur des portefeuilles sous contraintes (minimisation de la variance, rentabilité minimum exigée).

Cependant toutes ces études se heurtent à de nombreuses limites. La première concerne la quantité et la qualité des données relatives aux performances extra-financières (Chatterji et al., 2016). En effet, il s'agit de données très récentes, peu structurées, parfois difficilement quantifiables. Il n'y a pas non plus de consensus sur la manière d'agrèger ces données, par

¹⁵ Les 5 dimensions étudiées liées aux critères ESG (parmi 9 approches) : œuvres caritatives, engagement social, performance environnementale, révélation de méfaits, transparence des entreprises.

¹⁶ <http://www.sycomore-am.com/>

¹⁷ Voir l'index Gaia / CAC 40 : <http://www.gaia-rating.com/>

exemple pour créer des indices propres à chaque dimension ESG (Mehrpourya et Chowdhury, 2018). Deuxièmement, l'aspect multi dimensionnel de l'ISR est difficile à appréhender : certaines variables peuvent être corrélées ou omises et le risque d'endogénéité est très peu adressé (Cavaco et Crifo, 2014). Il est donc difficile de déduire des liens de causalité. La question d'une causalité inverse (une bonne rentabilité financière favorisant l'amélioration des critères extra-financiers) est d'ailleurs souvent soulevée (Margolis, Elfenbein et Walsh, 2009). Une autre critique concerne l'hypothèse de relation linéaire entre les variables, hypothèse propre aux modèles de régression multifactorielles qui sont les plus utilisés en économétrie (Barnett et Salomon, 2006).

Plus généralement, comme le soulignent Capelle-Blancard et Monjon (2012), une attention probablement trop grande a été portée à la question de la performance financière de l'ISR dans la littérature. Au-delà de la performance financière, comment mesurer si les politiques RSE des entreprises sont efficaces sur le plan extra-financier, c'est-à-dire si elles contribuent réellement à l'intérêt général ? Ce volet de la problématique, crucial pour les décideurs publics, a fait l'objet de peu d'études économiques académiques. C'est tout l'intérêt de la mesure d'impact que de venir combler cette lacune.

DISTINGUER LA MESURE D'EXPOSITION DE LA MESURE D'IMPACT

Suivant les motivations des investisseurs, les informations non financières ne sont pas traitées de la même manière. Nous illustrons ces différences par la comparaison de deux approches : l'intégration ESG (mesure d'exposition) et l'*impact investment* (Cambridge Institute for Sustainability Leadership, 2016). L'intégration ESG cherche à mesurer l'impact de facteurs ESG sur les flux financiers de l'entreprise, la matérialité d'un facteur se traduit donc par une variation du chiffre d'affaire, des charges ou des investissements : l'entreprise est considérée comme le système impacté. A l'opposé, l'*impact investment* et plus généralement la mesure d'impact cherche à mesurer l'impact des activités de l'entreprise sur des enjeux ESG, indépendamment de la matérialité financière pour l'entreprise. Cette différence de point de vue est importante pour deux raisons. Elle permet d'une part d'évaluer différemment un même facteur de risque, et d'autre part de ne pas omettre certains enjeux sociaux et environnementaux.

UN FACTEUR DE RISQUE EVALUE DIFFEREMMENT : LE CAS DES EMISSIONS DE GAZ A EFFET DE SERRE (GES)

Les émissions de GES sont un bon exemple de facteur pouvant à la fois être analysé du point de vue de l'intégration ESG et de *l'impact investment*. Vis-à-vis de l'impact sur le réchauffement climatique et la société, on peut raisonnablement considérer que l'impact d'une tonne de GES est la même quel que soit la localisation de l'émetteur. En revanche une tonne de GES émise en France par un producteur d'acier sera soumise au système européen de quotas (ECTS) et aura donc une matérialité financière alors qu'une tonne émise hors Europe n'impactera pas les finances de l'émetteur. Pour un analyste crédit devant attribuer une probabilité de défaut à cet émetteur (intégration ESG), il semble pertinent de considérer le prix effectif de cette tonne de carbone en se posant les questions suivantes : est-il soumis au système ECTS ? Si oui, quel est le prix actuel du carbone sur ce marché¹⁸ ? En revanche, pour un analyste extra-financier devant mesurer l'impact social de cette même tonne de carbone (*impact investment*), il semble plus pertinent de considérer le coût social de cette tonne de carbone, en s'appuyant par exemple sur le rapport Stern¹⁹.

CONSIDERER DES EXTERNALITES ACTUELLEMENT PEU OU PAS INTERNALISEES : LE CAS DE LA BIODIVERSITE

Le deuxième enjeu lié à la distinction entre intégration ESG et *impact investing* est de passer à côté d'un ensemble de facteurs où la matérialité financière pour l'entreprise est moindre ou plus difficile à démontrer. Les effets des activités des entreprises sur la biodiversité sont incontestables et pourtant peu considérés par l'intégration ESG (Boiral, 2016 ; Jones et Solomon, 2013). En effet, la matérialité financière n'est pas évidente (car peu de taxes ou d'autres mécanismes d'internalisation existent actuellement). Dans une enquête réalisée auprès de 650 professionnels de l'investissement, Amel-Zadeh et Serafeim (2018) montrent que 82% des investisseurs utilisent les informations ESG pour leurs matérialités financières et leurs impacts sur la performance, alors que seulement 32% le font par responsabilité éthique. Or on observe aujourd'hui un rapprochement entre l'analyse financière et extra-financière, à la fois au niveau

¹⁸ En avril 2018, le prix d'une tonne équivalent carbone était de 14,5 euros.

¹⁹ Stern (2008) estime un coût social du carbone autour de 30 dollars pour une nouvelle tonne de GES émise.

des équipes via le rapprochement des analystes financiers et extra-financiers²⁰ (Crifo et Mottis, 2016) ainsi qu'au niveau des agences via le rapprochement entre fournisseurs de données financières et extra-financières²¹. Ce rapprochement contribue au développement de l'ISR, mais il ne faut pas pour autant qu'il s'opère au dépend d'enjeux extra-financiers importants pour la société et l'environnement.

AGENCES DE NOTATION EXTRA-FINANCIERE : LOGIQUE D'INTEGRATION ESG OU D'IMPACT INVESTING ?

Chez MSCI, la méthodologie de « rating ESG » cherche à répondre aux questions suivantes: *“of the negative externalities that companies in an industry generate, which issues may turn into unanticipated costs for companies in the medium to long term? Conversely, which ESG issues affecting an industry may turn into opportunities for companies in the medium to long term?”*. La notion de coûts ou d'opportunités laisse sous-entendre une approche d'intégration ESG. En 2016, MSCI développe une méthodologie distincte, dont le but est de mesurer l'alignement des portefeuilles avec les ODD, en considérant la part de chiffre d'affaire qui peut être rattachée à chaque ODD, il s'agit donc là de mesures d'impact (*impact investment*).

VigeoEiris, un acteur majeur de l'analyse « extra-financière » a une approche différente. L'analyse est faite à partir d'indicateurs (330 au total) qui permettent de former des critères (38). Suivant le secteur (41) auquel appartient l'émetteur, ces critères sont pondérés pour donner un score sur 6 domaines d'analyse (aussi appelés « *Risk factors* »²²). Trois facteurs permettent de pondérer un critère : les deux premiers prennent en compte la vulnérabilité (« *high/average/low* ») ainsi que l'importance (« *fundamental/essential/legitimate* ») pour la partie-prenante considérée. Le système considéré comme impacté est donc bien la partie prenante, on peut parler de mesure d'impact. Le troisième facteur en revanche « *Risk categories for the company* » prend en compte la matérialité financière pour l'entreprise et correspond donc à une approche d'intégration ESG. La pondération finale d'un critère tient donc à la fois compte de l'impact sur les contreparties et de l'exposition de l'entreprise.

²⁰ Dans leur rapport Climat et ESG 2016, Groupama AM annonce que « *le poste d'analyste extra-financier sera amené à progressivement se transformer en poste d'analyste financier, permettant ainsi de renforcer l'analyse financière* ».

²¹ Sur les six agences extra-financières étudiées par Chatterji, Durand, Levine et Touboul (2016), quatre ont depuis été rachetées par des fournisseurs de données financières.

²² Environment, Community Involvement, Business Behaviour, Human Rights, Governance, Human Resources

INFORMATIONS NON FINANCIERES ET MESURE DE PERFORMANCE : CONTEXTE REGLEMENTAIRE

CADRE REGLEMENTAIRE CONCERNANT L'INFORMATION NON FINANCIERE

La loi Nouvelles Régulations Économiques (2001) oblige les entreprises cotées à rendre compte dans leur rapport annuel de leur gestion des enjeux sociaux et environnementaux dans leur activité. Un décret fixe la liste de ces informations (ex : la répartition hommes-femmes), mais reste vague sur certains indicateurs (ex : les mesures prises pour limiter les atteintes à l'équilibre biologique) à utiliser ainsi que sur le périmètre considéré (Saghroun et Eglem, 2008). Cette obligation, étendue en 2011 par la loi Grenelle II aux entreprises non cotées de plus de 500 salariés et renforcée par une obligation d'audit externe contribue au développement de l'ISR (Crifo et Mottis, 2016). Au niveau européen, la directive sur le reporting extra-financier vise les entreprises cotées ainsi que les banques et les compagnies d'assurance de plus de 500 salariés. Ces entreprises doivent communiquer sur les risques et les impacts concernant l'environnement, la société et les employés, le respect pour des droits de l'homme, la corruption et la diversité au sein du comité de direction. La directive ne précise cependant pas de standards à utiliser (Serafeim et Grewal, 2016). Plusieurs recherches pointent les limites du cadre réglementaire sur l'informations non financière, d'une part car le taux de réponse est parfois bas et les entreprises contournent les obligations en publiant des réponses « *de façade* » (Depoers et Jérôme, 2017).

CADRE REGLEMENTAIRE SPECIFIQUE POUR LES INVESTISSEURS

Concernant la réglementation relative à la communication des investisseurs, le Royaume-Uni a adopté en 2000 une loi obligeant les principaux fonds de pension à déclarer la manière dont ils intègrent les critères ESG, à la fois dans le choix des actifs, mais aussi dans la politique de vote (Rubinstein, 2002). En France, l'article 173 de la loi TEE²³ oblige les investisseurs à communiquer sur leur gestion des risques liés au climat ainsi que sur l'intégration des enjeux ESG dans leur décision d'investissement. Début 2018, le groupe de haut niveau européen, créé par la Commission Européenne, a publié des recommandations afin d'établir un plan d'action pour la finance durable. Ce rapport (Financial Stability et Financial Services and Capital Market Union, 2018) insiste sur la nécessité d'étendre les horizons considérés par les acteurs financiers ainsi que l'intégration de critères extra-financiers dans leur démarche d'investissement. Le HLEG

²³ Loi de transition énergétique pour la croissance verte

recommande en particulier de mettre en place une taxonomie pour distinguer les produits verts et recommande plus de transparence sur la gestion des risques et des enjeux ESG (en s'inspirant des recommandations de la TCFD²⁴ et de l'article 173).

DE NOUVEAUX OUTILS DE GESTION ET DE COMMUNICATION POUR LES ENTREPRISES

DE NOUVELLES FORMES DE CAPITAL A PRENDRE EN COMPTE

Pour l'entreprise tout comme pour l'investisseur, l'intégration d'enjeux ESG nécessite d'une part de collecter de nouvelles données et d'autre part d'analyser ces données afin de piloter ces enjeux et de communiquer. Dans son guide sur le reporting intégré, l'International Integrated Reporting Council (IIRC) distingue six formes de capital qui contribuent et sont affectées par le processus de création de valeur d'une entreprise : capital financier, manufacturé, intellectuel, humain, social, naturel. Pour chacune de ces formes de capital, il est nécessaire de définir des indicateurs pertinents qui permettent de recenser et de suivre l'évolution du capital.²⁵ Aujourd'hui, seul le capital financier bénéficie d'un cadre normalisé largement partagé (normes IFRS²⁶).

²⁴ Task Force on Climate-Related Disclosure

²⁵ Cf. Gibassier, Rodrigue et Arjaliès (2018) pour une analyse des avantages et inconvénients de l'approche de l'IIRC.

²⁶ International Financial Reporting Standards

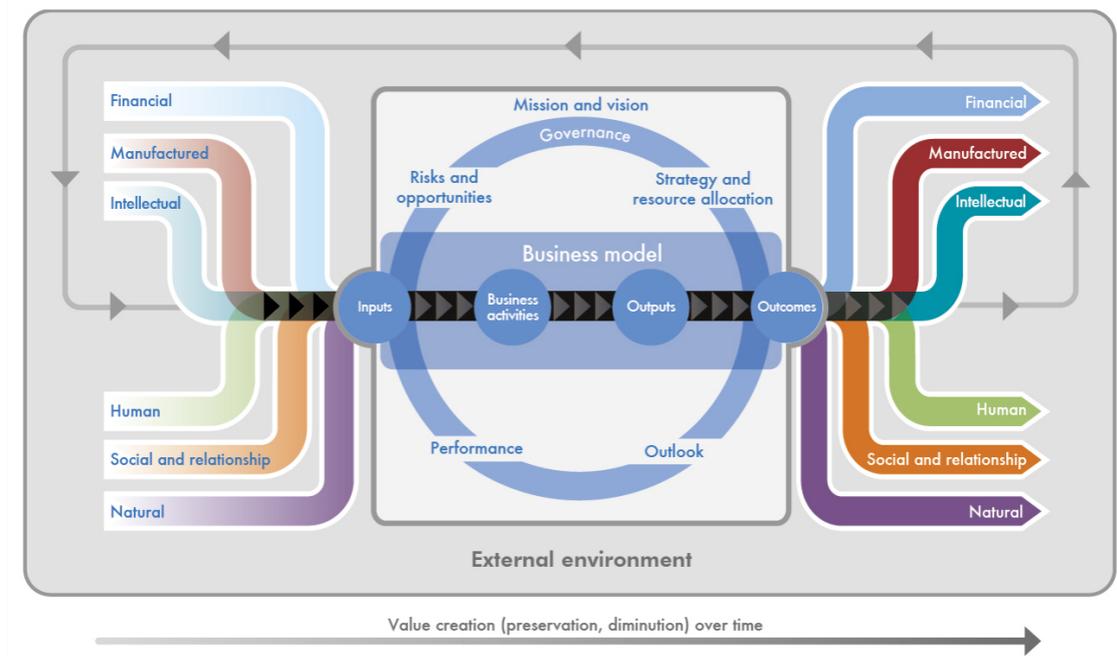


FIGURE : CREATION DE VALEUR ET DIFFERENTES FORMES DE CAPITAL, SOURCE : IIRC

COMPTABILISER : OBJECTIF DE PILOTAGE OU DE COMMUNICATION ?

La comptabilité est un outil qui permet de recenser et de suivre l'évolution du capital. Mais comme tout outil de gestion, la comptabilité n'est pas neutre, elle structure des comportements en créant de nouveaux espaces calculables, en jouant un rôle de médiation, de « subjectivation » et d'imputation de responsabilités, la comptabilité est performative : elle peut modifier le réel (Berry, 1983). Tout comme pour la comptabilité financière, les parties-prenantes et les objectifs sont variés. On peut déjà distinguer les objectifs des parties internes (comptabilité de gestion ou analytique) des objectifs des parties externes (comptabilité en vue du calcul de l'impôt, communication envers les investisseurs). En tant qu'investisseur, c'est surtout cet aspect qui nous intéresse.

Qu'entend-t-on par comptabilité extra-financière ? Dans le cas de la comptabilité environnementale, Lafontaine (2003) distingue plusieurs niveaux de techniques assimilées à la comptabilité environnementale. Un niveau, le plus proche du rôle traditionnel de la comptabilité considère un « ensemble de techniques pour améliorer l'information des parties prenantes », alors qu'un autre niveau considère un « ensemble de techniques pour améliorer la gestion de l'entreprise et l'inscrire dans la logique du développement durable ». Le Breton et Aggeri (2015) se sont intéressés à la construction de la comptabilité carbone. Ils en tirent plusieurs conclusions,

dont la nécessité de bien distinguer les attentes : « *la comptabilité carbone incarnée par l'outil BEGES²⁷ échoue à être pleinement emparée par les destinataires externes ou internes car il n'est pas clairement conçu pour l'un ou l'autre* » (Le Breton et Aggeri, 2015, p. 9). Outre cette distinction entre les parties prenantes, les auteurs montrent que la comptabilité est rarement utilisée dans une phase d'évaluation, par exemple préalable à un projet de réduction des émissions de GES : « *Ils agissent par intuition sur les activités de l'entreprise qui leur paraissent les plus émettrices et ils comptent dans un second temps. La comptabilité sert de rationalisation a posteriori des choix opérés* » (Le Breton et Aggeri, 2015, p. 18).

LEGITIMER : LE DEVELOPPEMENT DES AUDITS ET DES LABELS

Le choix, la disponibilité et la normalisation d'indicateurs pertinents pour suivre les différentes formes de capital est un premier défi auquel doit répondre la comptabilité extra-financière. Tout comme pour la comptabilité financière, un second défi concerne la qualité et la crédibilité de la démarche et des informations.

Concernant l'intégrité de la démarche RSE des entreprises, la norme ISO 26000 propose un cadre autour de 7 thèmes : la gouvernance, les droits de l'homme, les conditions de travail, l'environnement, la loyauté des pratiques, les consommateurs et le développement local. Il n'existe pas à proprement parlé de certification ISO 26000, mais plusieurs acteurs proposent des audits basés sur cette norme (Attestation Vigeo Eiris 26000, label AFAQ 2600). Un autre exemple visant à labéliser une démarche RSE est l'initiative B Analytics. Il s'agit d'un projet issu de l'organisation B Lab, qui milite pour « *business as a force for good* »²⁸ et délivre un certificat « *B corporation* » aux entreprises. B lab a aussi développé une méthodologie de mesure d'impact pour les fonds : « *Global Impact Investing Rating System* », basée sur la méthodologie *B Impact Assessment* au niveau des entreprises (qui donne lieu à une notation « *overall Impact Business* » et « *overall operations Ratings* ». Cette notation est complétée par un questionnaire destiné au gestionnaire d'environ 60 questions et aboutit à un score de « *Fund Manager Assessment* ».

Concernant la qualité des informations non financières, la vérification sociétale est régie par deux normes au niveau international : la norme ISAE 3000, utilisée par les professionnels comptables et la norme AA1000 AS utilisée par des professionnels non-comptables. Dans une revue de

²⁷ Bilan des Émissions de Gaz à Effet de Serre

²⁸ Source : <https://www.bcorporation.net/what-are-b-corps/about-b-lab>

littérature sur le thème de la vérification sociétale, Gillet-Monjarret et Rivière-Giordano (2017) mettent en avant un manque de consultation des parties prenantes dans le processus d’audit, aujourd’hui concentré vers les investisseurs (alors que la norme AA1000 AS est justement axée sur la prise en compte des parties prenantes). Cette revue de littérature conforte aussi l’usage croissant de l’information non financière par les investisseurs ainsi que leurs attentes pour un recours accru à la vérification sociétale.

COMMUNIQUER : MIEUX RENDRE COMPTE DE LA CREATION DE VALEUR

Les seuls résultats financiers ne suffisent plus à rendre compte de la création de valeur (Serafeim et Grewal, 2016). Au-delà des obligations réglementaires, plusieurs initiatives volontaires proposent des guides pour mieux intégrer et communiquer les enjeux extra-financiers. Depuis 2000, la *Global Reporting Initiative* (GRI²⁹) propose une méthodologie (*GRI’s sustainability reporting framework*) ainsi que des indicateurs spécifiques pour chacun des piliers économiques, sociaux et environnementaux (*GRI Sustainability Reporting Standards*). Plus récemment, l’*International Integrated Reporting Council*³⁰ (IIRC) a proposé une méthodologie similaire avec son « *IR Framework* », qui en moins de 40 pages décrit les notions à aborder dans un reporting intégré. Très lié à la notion de « *shared value* », l’« *integrated thinking* » doit permettre de mieux comprendre la création de valeur de l’entreprise à long terme pour différentes contreparties. Cette nouvelle approche, initiée en Afrique du sud en 2009, se développe rapidement : en 2017, 63% des 100 plus grandes compagnies de 49 pays industrialisés et 75% des 250 plus grandes entreprises mondiales ont utilisés le reporting intégré (KPMG, 2017). Cependant, Boiral (2013) montre que des reporting intégrés, pourtant avec un fort niveau d’application³¹, font seulement référence à 10% des incidents négatifs liés à l’entreprise, ce qui va à l’encontre du principe d’équilibre et de transparence du reporting intégré. Le caractère volontaire du reporting intégré n’empêche donc pas certaines entreprises d’adopter une communication « *de façade* ». A contrario, le *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB) fondé en 2011 indique clairement que ses destinataires sont les investisseurs (*“sustainability accounting standards that meet the*

²⁹ La GRI est une organisation internationale indépendante initiée par le regroupement d’investisseurs américain CERES et l’institut Tellus, avec le support des nations unies en 1997. Son premier guide a été lancé en 2000 puis a régulièrement été revu depuis (actuellement usage du GRI G4).

³⁰ L’IIRC est une coalition de régulateurs, d’investisseurs, d’entreprises, et d’organisations non gouvernementales initiée en 2010 et à laquelle participe la GRI.

³¹ Le niveau d’application correspond aux nombres de modules utilisés par le reporting par rapport aux nombres de modules disponibles. Il est compris entre C et A+. Les rapports de l’étude comprennent des A ou A+.

*needs of investors*³²). Il propose à la fois un framework pour la communication de l'information extra-financière ainsi que des indicateurs spécifiques pour 80 industries réparties dans 10 secteurs.

Le concept de "nudge" (ou incitation douce) offre de ce point de vue des perspectives très novatrices. Basé sur l'idée que les choix individuels dépendent de la façon dont ils sont présentés, il suggère que modifier le contexte de présentation d'un choix aurait des vertus plus incitatives et efficaces. La notion de nudge (Thaler et Sunstein, 2008) est utilisée de manière croissante comme instrument de politique publique (Van Bavel et al., 2013 ; World Bank, 2015) et de nombreuses études empiriques montrent que la mise en œuvre de nudges peut permettre le développement de comportement plus responsables (Pilaj, 2017).

UNE COMMUNICATION QUI SE DEVELOPPE MAIS QUI RESTE INSUFFISANTE

Cette prise en compte grandissante des critères ESG par les investisseurs s'accompagne d'une meilleure communication des émetteurs. En 2017, 93% (contre 64% en 2005) des 250 plus grandes entreprises mondiales et 72% (contre 41% en 2005) des 100 plus grandes entreprises de 49 pays industrialisés ont communiqué sur leur RSE (KPMG, 2017). Cependant, excepté dans certains domaines tels que les émissions carbone, les données liées aux mesures d'impact issues des entreprises manquent généralement de rigueur et de cohérence suivant les enjeux, les pays et les secteurs (Cambridge Institute for Sustainability Leadership, 2016). 43% des investisseurs interrogés par le *Global Impact Investing Network* (GIIN) considèrent que la collecte de données est le premier challenge de la mesure d'impact, suivie de l'agrégation. Mis à part la comptabilité carbone, ces autres formes de comptabilité ont une grande différence avec la comptabilité traditionnelle, elles n'ont pas d'unité commune et ne permettent donc pas d'agrégation. Parmi les indicateurs proposés par le SASB pour le domaine de l'automobile, on retrouve à la fois le « *nombre et la durée des grèves* » pour le volet social puis la « *quantité de tonnes de matériaux recyclé* » pour le volet environnemental.

Enfin, les obligations diffèrent fortement suivant la taille des entreprises, et si les pratiques s'harmonisent au niveau des grandes entreprises cotées, les données sur les moyennes et petites capitalisations ainsi que les entreprises non cotées sont encore disparates. Les émetteurs quant à eux s'inquiètent du coût de ces nouvelles mesures de reporting. O'Connor et Labowitz (2017)

³² <https://www.sasb.org/about-the-sasb/>

ont étudié 12 grilles d'analyses sur le volet social de la mesure d'impact qui nécessitent la collecte de 700 indicateurs différents³³, ce qui considérant un prix unitaire d'environ 50 dollars peut devenir considérable dans le cas de l'évaluation d'un portefeuille.

CHOIX DES INDICATEURS

Un indicateur est par définition synthétique et réducteur, il est donc généralement nécessaire d'en choisir plusieurs. Dans le cadre des Objectifs de Développement Durable (ODD), les indicateurs proposés par les Nations Unies sont nombreux et parfois peu cohérents avec la logique d'un investisseur (de nombreux indicateurs se concentrent par exemple sur le nombre de pays). L'objectif 13, en lien avec le climat est décliné en 8 indicateurs à lui seul. Nous reviendrons pour chacun des thèmes E, S et G sur les indicateurs actuellement utilisés, mais on peut d'ores et déjà noter que les investisseurs adaptent ces indicateurs. A titre d'exemple, Trucost retient pour l'impact sur le capital naturel (environnement et climat) entre un et deux indicateurs sur sept objectifs concernés. Aux Pays-Bas, « *the Dutch SDG Initiative* », un regroupement d'institutions hollandaises considère entre un et cinq indicateurs par objectif³⁴. Conscients de l'imperfection des indicateurs, l'Institute pour le Sustainability Leadership de l'Université de Cambridge (2016) distingue trois niveaux pour un indicateur : « *Base* », indicateur utilisable aujourd'hui, « *Stretch* », un indicateur plus pertinent mais pas encore disponible et enfin un « *Ideal* » qui permettrait de comparer l'alignement de l'émetteur par rapport aux ODDs.

IRIS est une initiative de la Rockefeller Foundation, Acumen et B Lab, reprise par le Global Impact Investing Network (GIIN) en 2009. Il s'agit d'un catalogue, public et gratuit, de plus de 500 indicateurs liés à l'*impact investing* destiné à améliorer la « *transparence* », la *crédibilité* » et la « *comptabilité* » dans la mesure d'impact. Les indicateurs proposés concernent les performances financières, les performances opérationnelles, les performances du produit, les performances de secteurs ainsi que des objectifs sociaux et environnementaux. Ces indicateurs peuvent être quantitatifs ou qualitatifs. Contrairement aux initiatives sur le reporting intégré proposées par la

³³ L'article fait aussi référence à une entreprise du S&P 500 dont la réponse à plus de 650 indicateurs pour une seule année a pris plusieurs mois et a impliqué plus de 75 personnes.

³⁴ Source :

https://www.dnb.nl/en/binaries/SDG%20Impact%20Measurement%20FINAL%20DRAFT_tcm47-363128.PDF?2018020717

GRI ou par l'IIRC, l'IRIS n'est pas un framework mais bien une base de données d'indicateurs qui doivent être choisis par l'investisseur dans le cadre du design d'une mesure d'impact.

L'ENVIRONNEMENT ET LE CLIMAT, AU CŒUR DES PRIORITES

Le pilier « Environnement » est probablement le plus étudié aujourd'hui. Il peut s'entendre et se mesurer sous différents angles. Aujourd'hui le Label ISR demande aux investisseurs de produire « au moins un des indicateurs suivants : 1) Émissions de gaz à effet de serre (GES) directes (en tonnes), en valeur absolue ou relative (par référence, par exemple, à l'indice de référence ou aux encours), 2) Émissions de GES évitées (en tonnes), 3) Autre indicateur pertinent. ». Outre les mesures d'impact, les discussions européennes actuelles et les propositions du High-Level Expert Group on Sustainable Finance, 2018 en matière de taxonomie devraient permettre d'harmoniser un cadre et des indicateurs (Financial Stability et Financial Services and Capital Market Union, 2018).

LE CLIMAT

Afin d'éviter des conséquences catastrophiques liées au réchauffement climatique, la communauté internationale s'est fixée comme objectif de limiter la hausse des températures à 2° (Union européenne, 2016). Pour y parvenir, les émissions de gaz à effet de serre doivent être stabilisées d'ici 2020, puis fortement réduites. Si les mesures et les réglementations impactent en premier lieu les entreprises productrices, la sphère financière est aussi exposée à un rôle primordial à jouer au travers de ses choix d'investissements. La mesure d'empreinte carbone semble faire consensus³⁵, mais le périmètre à considérer fait débat, les scopes 1 et 2 étant aujourd'hui relativement accessibles, les scope 3 et 4³⁶ faisant appel à des méthodologies généralement basées sur des estimations³⁷. Au niveau mondial, 10 % des 500 plus gros investisseurs ont reporté des mesures d'empreinte carbone en 2016, contre 7% en 2015 (Novick et al., 2016). D'autres indicateurs sont cependant possibles pour prendre en compte le climat

³⁵ En utilisant le GreenHouse Gas Protocol, un référentiel développé à la fin des années 1990 par le WRI (World Resource Initiative) et le WBCSD (World Business Council for Sustainable Development)

³⁶ Le scope 1 correspond aux émissions directement liées à la fabrication du produit, le scope 2 aux émissions indirectes liées aux consommations énergétiques, le scope 3 aux émissions indirectes liées au cycle de vie du produit (approvisionnement, transport, utilisation, recyclage) et le scope 3 aux émissions évitées.

³⁷ Trucost et South Pole Group réalisent plus de 80% des empreintes publiées par les investisseurs, les agences de notation extra-financière (MSCI ESG Research, Sustainalytics, oekom research et Vigeo Eiris) commencent cependant à se positionner sur ces offres (Novethic, 2016)

comme la production d'énergie renouvelable (GWh), les revenus d'activités « vertes », l'alignement du mix énergétique avec un scénario 2°, en particulier en utilisant les Science Based Targets³⁸.

POLLUTION

La pollution de l'eau, de l'air et des sols est aujourd'hui plus difficile à mesurer, en particulier car les données manquent (par exemple pour mesurer le stress hydrique). Les indicateurs comme la consommation d'eau (m3), le prélèvement d'eau (m3), la production de déchets (t), les déchets recyclés (t), les polluants rejetés dans l'eau et dans l'air(t) permettent cependant de faire des approximations.

BIODIVERSITE

Les objectifs 14 (*Life below Water*) et 15 (*Life on Land*) concernent particulièrement la biodiversité. Bien que les émissions carbone aient un impact direct sur la biodiversité (acidification des océans), des indicateurs spécifiques pour certains secteurs sont nécessaires (pêche, agriculture) pour prendre en compte l'impact sur les océans, sur l'artificialisation des sols ainsi que la déforestation.

IMPACT SOCIAL ET DROITS DE L'HOMME

Concernant le volet social, le référentiel du label ISR prévoit aujourd'hui « *la production d'au moins un des indicateurs suivants : 1) Pourcentage d'administrateurs salariés ; 2) Taux d'absentéisme ; 3) Ratio d'équité ; 4) Autre indicateur pertinent* ». Le référentiel prévoit aussi des indicateurs spécifiques relatifs aux droits de l'homme « *au travers de la production d'au moins un des indicateurs suivants : 1) Part des entreprises (ou des encours) couverts par une convention collective ou équivalent ; 2) Nombre de controverses relatives aux droits humains au travail ; 3) Autre indicateur pertinent.* ».

³⁸ Il s'agit d'objectifs de réduction des émissions alignés sur un scénario 2° à l'échelle d'une entreprise sur lesquels se sont engagées plus de 400 émetteurs. Voir : <http://sciencebasedtargets.org/what-is-a-science-based-target/>

En 2003, Vanclay (2003) publie the *International Principles or Social Impact Assesment*, une proposition de principes pour la mesure d'impact social³⁹. Il définit plusieurs formes d'impact social, suivant qu'il s'agisse d'un changement sur l'une des caractéristiques suivantes :

- « people's way of life – that is, how they live, work, play and interact with one another on a day-to-day basis;
- their culture [...] ;
- their community – its cohesion, stability, character, services and facilities;
- their political systems [...] ;
- their environment – the quality of the air and water people use; the availability and quality of the food they eat; the level of hazard or risk, dust and noise they are exposed to; the adequacy of sanitation, their physical safety, and their access to and control over resources;
- their health and wellbeing – health is a state of complete physical, mental, social and spiritual wellbeing and not merely the absence of disease or infirmity;
- their personal and property rights – particularly whether people are economically affected, or experience personal disadvantage which may include a violation of their civil liberties;
- their fears and aspirations – their perceptions about their safety, their fears about the future of their community, and their aspirations for their future and the future of their children. »

Dans un rapport sur la mesure des performances économiques et sociales, Stiglitz, Sen et Fitoussi (2009) recommandent huit dimensions pour mesurer le bien être humain : « 1. *Material living standards (income, consumption and wealth)* 2. *Health* 3. *Education* 4. *Personal activities including work* 5. *Political voice and governance* 6. *Social connections and relationships* 7. *Environment (present and future conditions)* 8. *Insecurity, of an economic as well as a physical nature.*”

O'Connor et Labowitz (2017) se sont intéressés à la prise en compte du facteur social dans douze *Frameworks*, à la fois orientés entreprises (*Global Reporting Initiative, Sustainability Accounting Standard Board, UN Guiding Principle reporting Framework*), orientés investisseurs (e.g.

³⁹ Qui seront repris dans le guide sur les mesures d'impact sociale de projets publié en 2015 par L'International Association for Impact Assessment.

Bloomberg, Dow Jones Sustainability indices, Morgan Stanley Capital International ESG research) et orientés vers les droits de l'homme (ex : *Access to Medicine Index, Oxfam's Behind the brands campaign*). Ils en déduisent que le critère social est le plus difficile à prendre en compte, et que les pratiques actuelles se concentrent sur l'information la plus accessible et non la plus pertinente. Ils notent aussi que pour la plupart des entreprises, l'étape pertinente du cycle de vie des produits en termes d'enjeux sociaux est l'approvisionnement.

Novethic (2013) a recensé les indicateurs utilisés par sept gestionnaires pour suivre les performances sociales des émetteurs de leurs portefeuilles. Plusieurs indicateurs se concentrent naturellement autour de l'emploi avec la mesure de création d'emploi, de rotation des emplois, la part de femmes (dans l'entreprise et dans le management), les annonces de licenciement, l'absentéisme et pour certains le taux d'emploi de personnes handicapées ainsi que le nombre d'accidents. Le groupe de travail de l'AFG a retenu 6 indicateurs : accidentologie, absentéisme, turnover, formation, évolution des effectifs et fournisseurs et sous-traitants.

IMPACT GOUVERNANCE

Concernant la gouvernance, le référentiel du label ISR prévoit « *la production d'au moins un des indicateurs suivants : 1) Part des entreprises (ou des encours) pour lesquelles la rémunération variable des dirigeants intègre des critères ESG ; 2) Pourcentage d'administrateurs indépendants ; 3) Autre indicateur pertinent.* »

Comme évoqué précédemment, la gouvernance n'est pas un thème facilement rattachable aux Objectifs de Développement Durable. D'ailleurs si l'on reprend la définition de l'ISR, ce pilier n'est pas placé au même niveau que l'environnement et le social. Il est question d'« *impact social et environnemental [...] en influençant la gouvernance* ». Pourtant le thème de la gouvernance est de loin le plus ancien et n'a pas attendu la littérature sur la RSE ou l'impact assessment pour retenir l'attention des chercheurs, praticiens et décideurs publics. En outre, de nombreux indicateurs sont disponibles autour de thèmes comme la composition du conseil, la rémunération des dirigeants, la lutte contre la corruption et les pratiques anti concurrentielle ou encore le degré de transparence.

Novethic (2013) a ainsi recensé les indicateurs utilisés pour la gouvernance. On peut les regrouper autour de thèmes comme la composition du conseil (pourcentage de femmes, pourcentage d'administrateurs indépendants, séparation des fonctions CEO et Chairman), la rémunération des dirigeants (prise en compte des enjeux ESG dans les critères de détermination de la

rémunération) et le degré de transparence. Le groupe de travail de l'AFG a quant à lui retenu 4 indicateurs de gouvernance : pourcentage de femmes dans le conseil d'administration, pourcentage d'administrateurs indépendants, séparation des fonctions (CEO et Chairman), et prise en compte des enjeux ESG dans les critères de détermination de la rémunération variable à court terme du comité de direction.

DEFINIR LE CADRE DE LA MESURE D'IMPACT DANS L'ISR

DEFINITIONS DE L'IMPACT

Malgré un usage de plus en plus fréquent du terme, les définitions de l'impact divergent. Peerrsman et al. (2016) recensent les définitions proposées par plusieurs institutions publiques et privées et identifient 6 dimensions autour de l'impact : son application, son périmètre, son niveau d'étude, son degré de séparation (distance entre l'action et l'output), l'horizon et l'homogénéité des résultats. Reeder, Colantonio, Loder et Rocyn Jones (2015) proposent quant à eux cinq dimensions : le choix de thèmes, la rigueur dans l'attribution, la comparabilité, la volatilité de l'impact et la mentalité de la mesure d'impact (« *measurement mind-set* »). Ci-dessous quelques-unes des définitions d'impact utilisées :

| | |
|---|---|
| OCDE | Positive and negative, primary and secondary long-term effects produced by a development intervention, directly or indirectly, intended or unintended |
| Banque Mondiale | Difference in the indicator of interest (Y) with the intervention (Y1) and without the intervention (Y0). That is, impact = Y1 - Y0. |
| Investment Integration Project (Burckart, Lydenberg et Ziegler, 2018) | Direct incremental change caused by investor individual market transactions (portfolio-level activities) that occurs in alignment with, or in the context of, a broader environmental, societal, or financial system goal |
| GIIN ⁴⁰ | The social and/or environmental effect of investments |

⁴⁰ Global Impact Investing Network

Reeder et al. (2015) Positive or negative, intended or unintended, expected or realized, and short, medium or long term

Ces différentes définitions mettent en évidence la nature multidimensionnelle de l'impact. Chacune de ces dimensions nécessite un choix pour la mesure d'impact et peut se résumer par une question :

Objectifs de la mesure d'impact S'agit-il d'une mesure en amont d'un investissement, pour suivre des investissements ou pour reporter sur des investissements existants ?

Système impactant Quels sont les inputs /actions considérés ? S'agit-il uniquement de flux financiers ou aussi des relations investisseurs-entreprises ?

Thèmes et objectifs recherchés Quels sont les enjeux environnementaux et/ou sociaux auxquels je souhaite participer ? Quels sont les thèmes, *outcomes* et seuils à atteindre ?

Périmètre Quelles sont les contreparties les plus concernées par les enjeux définis précédemment ?

Données disponibles et pertinentes Pour chacun des *outcomes*, quelles sont les données disponibles les plus pertinentes ?

Étude de la causalité Comment démontrer que les variations d'*outcomes* observées (directement ou au travers d'outputs) sont attribuables à mes inputs ?

Plusieurs études ont étudié les pratiques actuelles des investisseurs en termes de mesures d'impact. Tout au long de cette recherche, nous nous appuyons sur des études réalisées par le Global Impact Investing Network auprès de 169 investisseurs responsables (Mudaliar et al., 2017), par MSCI auprès de 23 *asset owners* et *asset managers* internationaux (Menou et Nishikawa, 2016), par Oekom Research cette fois-ci auprès de 3 660 entreprises (Oekom, 2017), par J.P. Morgan en 2011 (Saltuk, Bouri et Leung, 2015) ainsi qu'une étude réalisée par l'*Investment Leader Group* (Cambridge Institute for Sustainability Leadership, 2016).

par la banque pour ce projet ». Dans le second cas, on se concentrera donc sur un input monétaire alors que dans le premier on pourra envisager d'autres formes de participation au projet (conseils, mises en relation). Il est donc essentiel de définir le système isolé et l'ensemble des actions que celui-ci peut exercer. Cette définition passe aussi par une dimension temporelle : sur quelle période considère-t-on les actions du système ? Dans le cas de l'investissement, doit-on considérer les engagements (futurs) des entreprises ou simplement les actions déjà réalisées ?

DEFINIR LE PERIMETRE DU SYSTEME IMPACTE : EFFETS DIRECTS ET INDIRECTS

Dans la même logique que pour le système impactant, il s'agit de définir jusqu'où nous voulons considérer la notion de causalité (notion de scope). "The boundaries of the system to be evaluated are not "given" but must be chosen by the evaluator; and the relevant systems and boundaries may change over time" (OECD, 2018, p. 3). Peersman et al. (2016) résumant la problématique de cette dimension par ces questions « How direct is the causal chain? How far from the intervention do you expect to see impact? ».

En simplifiant à 3 formes de capital, on peut par exemple considérer la situation suivante :

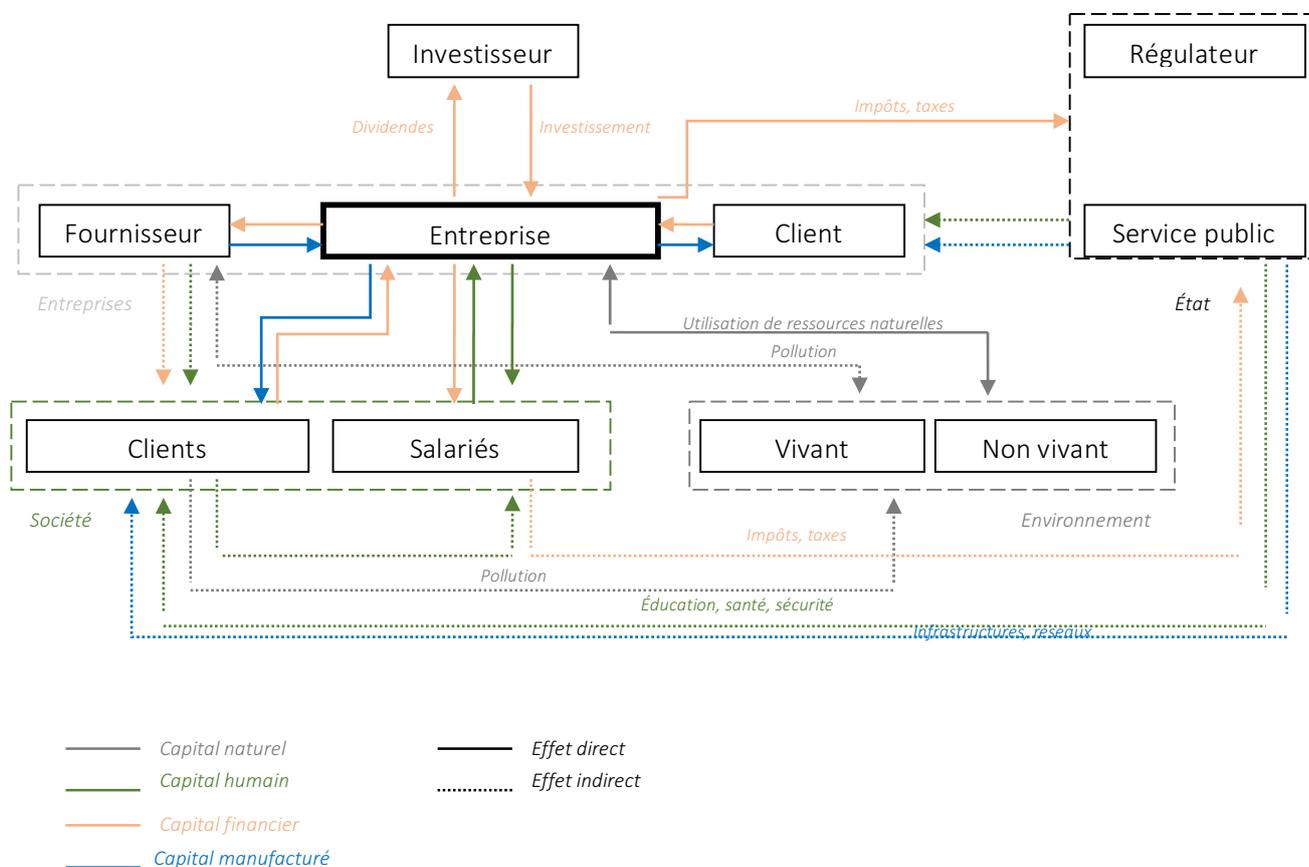


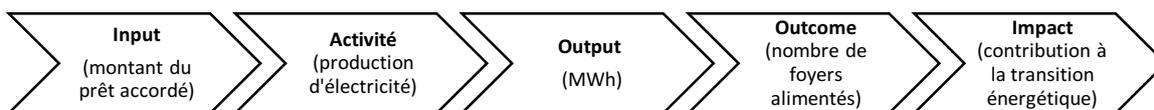
FIGURE : NOTION DE SCOPE ET DIFFERENTES FORMES DE CAPITAL

Dans le cas de notre projet éolien, si l'on s'intéresse aux émissions de gaz à effet de serre, on peut dissocier celle du scope 1, du scope 2 et du scope 3. Pour déterminer le périmètre (d'un projet en l'occurrence), Ortolano et Shepherd (1995) recommandent de consulter différentes parties prenantes. Une autre approche permettant de définir le périmètre est d'étudier le cycle de vie d'un produit ou d'un service du système étudié (Tyteca, 1996).

PERIMETRE « THEMATIQUE » DE L'IMPACT : OUTPUTS, OUTCOMES ET THEMES

Une fois le périmètre « physique » défini, il faut définir les propriétés du (ou des) système(s) étudiées. La chaîne de valeur (« *Impact value chain* ») généralement proposée considère un impact qui s'inscrit lui-même dans une thématique donnée (Reeder et al., 2015).

Dans le cas du projet éolien, on pourrait par exemple dissocier les thèmes environnementaux et sociaux. Pour chaque thème, on va associer des « *outputs* » (« *direct products of an organization's activities, such as client-provided services, goods produced, or trainings delivered* »), des « *Outcomes* » (« *the changes that result from these activities and outputs, such as client savings, higher student graduation rates, or improved health* ») et des impacts (« *social and/or environmental effect of investments* ») (Mudaliar et al., 2017, p. 61). Novethic (2013) définit les indicateurs ESG (assimilables aux « *outputs* ») comme « *mesure quantitative, dans une unité concrète (tonnes de GES, nombre d'emplois, etc.), réalisée ex-post à partir de données publiées par les entreprises ou estimées lorsqu'elles sont indisponibles.* ». Dans le cas du projet éolien on peut par exemple considérer :



Afin de déterminer cette grille de lecture, deux approches sont possibles. Dans le cas de nouveaux projets, on va généralement souhaiter identifier tous les impacts possibles d'une action et donc envisager des thèmes très larges, « *rather than identifying the cause of an effect, [...] considers all possible effects of a cause, that is, the multiple effects of a programme or intervention.* » (Peersman et al., 2016). En revanche, une ONG spécialisée dans l'environnement se concentrera quant à elle sur l'impact de l'ensemble des actions d'un système sur un thème précis.

Les investisseurs se concentrent aujourd'hui sur la mesure d'outputs (91% des utilisateurs les utilisent) liées à un émetteur puis d'*outcomes* (77%). En revanche, moins de la moitié mesurent des périmètres élargis, 38% s'intéressent à la causalité entre leur investissement et l'impact observé et un tiers comparent leur mesure d'impact à un benchmark (indice) ou à une autre référence (Mudaliar et al., 2017). Sur le volet social, seuls 8% des 1700 indicateurs étudié par O'Connor et Labowitz (2017) examinent les « effets » (*outcomes*) des entreprises, le reste se concentrant sur les *outputs* ainsi que les engagements pris.

Dans le cas des « Venture Philanthropists », Ebrahim (2013) a étudié trois acteurs de cette industrie : Acumen Fund, Robin Hood Foundation et Millennium Challenge Corporation (MCC). Acumen se concentre sur les *outputs*, par exemple le nombre de textiles anti-moustiques produits, Robin Hood Foundation s'intéresse à des *outcomes*, comme l'évolution des salaires sur le long terme et MCC sur des *outcomes* au niveau individuel ainsi que des impacts plus globaux comme la réduction du taux de pauvreté. Comme l'explique l'ancien dirigeant d'Acumen, cet arbitrage entre *outputs* et *outcomes* se justifie par la complexité et le coût des mesures d'*outcomes* et surtout du lien causal entre *outputs* et *outcomes*. Le fonds s'appuie donc sur la littérature existante ainsi que sur les avis d'experts pour justifier ce lien (par exemple entre la production de textiles anti-moustiques et la réduction de la malaria) et se concentre en pratique sur la mesure d'output.

LA DIMENSION TEMPORELLE DE L'IMPACT

Suivant le type de projet ou d'acteur considéré, l'impact attendu peut d'une part être décalé dans le temps par rapport à l'input (l'éolienne ne sera pas opérationnelle au lendemain de l'accord de prêt) et cet impact aura aussi une certaine longévité (l'éolienne n'aura pas la même durée de vie qu'une batterie). Il ne faut cependant pas confondre ces deux notions avec la fréquence de la mesure d'impact (on peut mesurer une production annuelle quotidiennement). Face aux enjeux du financement du développement durable, synonyme d'horizons longs, cette question n'est pas neutre. Autrement dit, comment comparer l'impact du financement d'un programme ayant un impact quasi-immédiat (par exemple la construction d'une éolienne classique) du financement d'un programme de recherche (par exemple sur une nouvelle technologie d'éoliennes sans pales), dont les solutions n'émergeront que dans plusieurs années ?

IMPACT POSITIF OU NEGATIF

Actuellement le pilier 6 du référentiel demande une « *mise en évidence des impacts positifs [...]* ». Une des dimensions soulevées par les définitions de l'impact concerne la prise en compte des effets positifs et négatifs⁴¹. 66% des investisseurs se concentrent sur les effets positifs (Mudaliar et al., 2017). Le choix des indicateurs utilisés pour la mesure d'impact semble aussi révéler un « *biais positif* » des acteurs de l'Investissement Responsable (Reeder et Colantonio, 2013 ; Weber, 2013).

DEFINIR DES OBJECTIFS

Dans la construction d'une mesure d'impact, le choix des objectifs à atteindre est essentiel et influe directement sur les choix des indicateurs à prendre en compte. Dans son guide sur la mesure d'impact, l'EVPA (2013) s'appuie sur le concept de « Smart objectives », développé par Doran (1981). Les objectifs doivent donc être spécifiques, mesurables, atteignables, réalistes, et bornés dans le temps. Bien que ceux-ci puissent être spécifiques pour un fond, plusieurs initiatives fournissent des référentiels reconnus.

PRINCIPES DES OBJECTIFS DE DEVELOPPEMENT DURABLE

Adoptés en 2015, les 17 Objectifs de Développement Durable (ODD) ont été établis par les Nations Unies dans le cadre de l'Agenda 2030. Ces 17 objectifs se déclinent en 169 cibles et répondent à 3 enjeux majeurs : « *éradiquer la pauvreté, protéger la Planète et faire en sorte que tous les êtres humains vivent dans la paix et la prospérité* ». ⁴² Bien que cette initiative soit récente, de nombreux investisseurs, regroupements institutionnels et agences de notations s'appuient sur ces objectifs.

Ces objectifs permettent de répondre à deux dimensions de la mesure d'impact. D'une part, ils structurent le « périmètre thématique ». Les 5P « *people, prosperity, planet, partnership and peace* » peuvent être mis en parallèle avec « *Environnement, Social, Gouvernance* ». D'autre part, ils déclinent les « objectifs » d'impact en 169 « cibles » (équivalent aux *outcomes*) ainsi que 232 indicateurs pour l'ensemble de ces *outcomes* ⁴³. A titre d'exemple, l'objectif 13 (« *prendre d'urgence des mesures pour lutter contre les changements climatiques et leurs répercussions* »)

⁴¹ Le 6^{ème} pilier du référentiel du label ISR se concentre actuellement sur « *des impacts positifs* ».

⁴² <http://www.undp.org/content/undp/fr/home/sustainable-development-goals.html>

⁴³ <https://unstats.un.org/sdgs/indicators/indicators-list/>

contient plusieurs cibles dont « *renforcer, dans tous les pays, la résilience et les capacités d'adaptation face aux aléas climatiques et aux catastrophes naturelles liées au climat* » qui elle-même contient plusieurs indicateurs dont « *Nombre de personnes décédées, disparues ou directement touchées lors de catastrophes, pour 100 000 personnes* ». 62% des investisseurs interrogés par le GIIN (Mudaliar et al., 2017) utilisent le référentiel IRIS⁴⁴ pour mesurer leur impact, 42% utilisent les thèmes et les Objectifs de Développement Durables et 41% utilisent B analytics⁴⁵. Enfin 26% s'appuient sur les PRI. Côté émetteurs, 36,2% des entreprises interrogées par Oekom (2017) utilisent les ODDs.

DES THEMES ADAPTES A L'INVESTISSEMENT ?

Si la trame des ODDs est retenue par plusieurs méthodologies, les thèmes issus de ces derniers diffèrent :

| | |
|-------------------------|--|
| ODD (5P) | Population, prospérité, planète, partenariat et paix |
| MSCI | Gouvernance, besoins fondamentaux, autonomie, changement climatique et capital naturel |
| Investment Leader Group | Stabilité climatique, besoins fondamentaux, bien-être, travail décent, sécurité des ressources, biodiversité |
| Vigeo Eiris | Accès à l'information, développement des compétences, énergie et changement climatique, alimentation, santé, infrastructures, finance responsable, eau et assainissement, protection des écosystèmes |
| Oekom | Objectifs sociaux, objectifs environnementaux |

Comme évoqué précédemment ces thèmes sont à mettre en parallèle avec les thèmes ESG utilisés dans la Responsabilité Sociale des entreprises et dans l'Investissement Socialement Responsable. Deux différences semblent donc devoir être prises en compte : d'une part la distinction de plus en plus présente entre environnement et climat, d'autre part la spécificité du

⁴⁴ Source : <https://iris.thegiin.org/>

⁴⁵ Source : <http://b-analytics.net/>

pilier « Gouvernance » que l'on retrouve uniquement dans la méthodologie proposée par MSCI (Menou et Nishikawa, 2016) et qui semble spécifique au monde de l'investissement.

MESURE DE CAUSALITE

La notion d'impact fait référence à un « effet », qui lui-même fait appel à la notion de causalité. "*Causation results from the interaction of an intervention and its context. The role of the context may be hard to observe without doing comparative analysis of similar interventions in different contexts*" (OECD, 2018, p. 2). La mesure d'impact va donc plus ou moins mettre en avant le fait que l'impact des investissements soit attribuable à d'autres facteurs (par exemple l'augmentation d'un marché) ou à d'autres parties (Mudaliar et al., 2017). La définition proposée par la banque mondiale résume bien cette notion de causalité, l'impact est envisagé comme « *difference in the indicator of interest (Y) with the intervention (Y1) and without the intervention (Y0). That is, impact = Y1 - Y0* ». Cette problématique autour de la causalité, ou de l'attribution a largement été étudiée dans le cadre des évaluations de politiques publiques et des actions de développement.

APPROCHES QUANTITATIVES

LE BIAIS DE SELECTION

Pour étudier la causalité entre une action et un effet, l'approche idéale consiste à comparer un contexte similaire sans l'action (*situation contrefactuelle*). Mais il ne suffit pas de comparer des agents qui n'ont pas subi le traitement, on risque alors de faire un biais de sélection, à savoir que les agents qui vont subir l'action ont des caractéristiques différentes. On parle de biais de sélection quand des caractéristiques du système étudié (ou d'une population dans le cas de politiques publiques) peuvent influencer conjointement la probabilité de recevoir le traitement et la variable de résultat. Plusieurs méthodes quantitatives ont donc été développées pour comparer les effets avec et sans traitement d'agents économiques (individus, entreprises, communes, etc.) aux caractéristiques similaires. Ces méthodes s'inscrivent toutes dans un cadre *ex-post* : on évalue des actions déjà réalisées.

LES METHODES D'EXPERIMENTATION ALEATOIRE

L'expérimentation aléatoire (ou randomisée) est comparable aux essais cliniques en médecine. Au sein d'une population, on sélectionne deux groupes de manière aléatoire, on s'assure ainsi que les groupes sont comparables à la fois sur leurs caractéristiques observables et inobservables (sous réserve d'un échantillon d'une certaine taille). Une fois ces deux groupes constitués, l'un

recevra le « traitement », un programme d'aide par exemple et l'autre constituera un groupe de contrôle. Cette manière de construire la situation contrefactuelle (sans traitement) permet d'éviter le biais de sélection évoqué ci-dessus (Desplatz et Ferracci, 2016). *"Experimental & quasi-experimental methods are after-the-fact evaluations that use a randomized control trial or other counterfactual to determine the impact of the intervention compared to the status quo"* (So et Staskevicius, 2015, p. 6). Randomized control trial (RCT) are a process by which the outcomes of a 'trial' group receiving a given intervention are compared against outcomes from a randomly selected 'control group' that does not (Reeder et Colantonio, 2013). Ces approches ont régulièrement été utilisées pour mesurer l'impact de programmes de développement ciblés (Peersman et al., 2016).

LES EXPERIMENTATIONS RANDOMISEES

Ce design d'expérimentation fait preuve de rigueur mais aussi de limites. D'une part, il faut que les personnes choisies aléatoirement acceptent de recevoir le traitement. D'autre part, le caractère aléatoire du tirage (qui prive des individus potentiellement plus sensibles au programme) ainsi que l'accès aux données des individus soulève des problèmes éthiques. Un autre biais de cette méthode est le fait qu'on observe un changement sur la moyenne de toute la population éligible, on vérifie donc un « effet causal moyen sur toute la population éligible ». Autrement dit, certaines personnes n'auraient pas été traitées par la mesure si celle-ci avait été mise en place réellement (bien qu'elles soient éligibles). Dans le cadre d'une politique d'aide par exemple, ce qui nous intéresse est « l'impact causal moyen du traitement sur les recourant », donc ceux qui choisissent volontairement de participer au programme.

Pour y remédier, on peut procéder à une méthode de randomisation après auto-sélection. Il s'agit donc d'une étape supplémentaire, préalable au tirage au sort qui laisse le choix aux individus de candidater au programme. Cependant cette méthode ajoute des questions éthiques étant donné que des candidats pourtant volontaires ne seront in fine pas choisis pour le programme⁴⁶.

Une autre méthode consiste à envoyer un « encouragement » de manière aléatoire à une population, tout en donnant accès au traitement à l'ensemble de la population. On obtient donc deux groupes, encouragés ou non. Au sein de deux groupes certains vont choisir d'entrer ou

⁴⁶ Loupias, Dupont-Courtade et Treich (2017) prennent l'exemple du RSA, où près de 50% des individus éligibles n'ont pas recours à l'aide. Un troisième design est ailleurs présenté pour pallier aux questions éthiques. Une fois les deux groupes du premier design réalisé, les individus du groupe ayant accès au programme peuvent recourir ou non au programme.

non dans le programme, on obtient alors quatre groupes. A partir de là, on peut dissocier l'impact causal moyen de l'encouragement de l'impact causal moyen du traitement sur les *compliers* (c'est-à-dire les individus qui n'auraient pas accédé au traitement sans l'encouragement).

Enfin, une « randomisation de l'ordre d'allocation du traitement consiste à attribuer un traitement à tous les groupes mais de manière aléatoire dans le temps. Le risque est alors un « biais d'anticipation » de la part de la population qui sait qu'elle va recevoir le traitement. En France, la première initiative a eu lieu en 2007, pour évaluer les effets des opérateurs privés d'accompagnement des demandeurs d'emploi à l'ANPE. Pour un historique plus complet et des exemples chiffrés à la fois internationaux et français, voir Loupias, Dupont-Courtade et Treich (2017) et Barnejee et Duflo (2009) pour une revue centrée sur l'économie du développement.

De manière générale, les méthodes randomisées présentent différentes limites : a) le phénomène d'attrition. Il s'agit d'individus quittant l'expérimentation avant que celle-ci soit terminée, ce qui introduit un biais dans la mesure où ces derniers ont généralement des caractéristiques spécifiques ; b) le biais de diffusion, lorsque le groupe de contrôle est affecté par le traitement ; c) le biais de substitution, lors que les individus du groupe de contrôle cherchent une alternative au traitement qu'ils n'auraient pas cherché sans l'expérimentation ; c) le fait que le sujet sache qu'il participe à une expérimentation et l'effet de l'expérimentateur peuvent influencer les résultats. C'est l'effet d'Hawthorne, constaté lorsque les sujets recevant le traitement changent de comportement ou effet John Henry lorsque c'est le groupe de contrôle qui modifie son comportement (par ex. frustration). d) l'expérimentateur doit valider le fait que ces résultats peuvent être généralisés, donc que l'échantillon sur lequel a été conduite l'expérimentation est bien représentatif de la population.

LES METHODES QUASI-EXPERIMENTALES

Les méthodes quasi-expérimentales permettent d'évaluer un programme ou une politique après sa mise en œuvre. Contrairement aux méthodes précédentes, ces approches ne nécessitent pas d'assigner le traitement de manière aléatoire. Trois méthodes permettent de réaliser ce genre d'expérimentations.

- Lorsque la sélection dépend d'un certain seuil sur un facteur (par ex. limite de revenus, ou classement à un concours), on peut comparer des échantillons proches de ce seuil, certains ayant été exclus et d'autres inclus mais les deux échantillons auront par ailleurs des caractéristiques similaires.

- La méthode des « différences de différences » (ou double différence) : on parle de différence lorsqu'une partie de la population a vu son traitement changé au cours du temps. On compare donc la différence du groupe ayant persisté dans le traitement à la différence du groupe ayant modifié le traitement. Pour cela, il faut que l'évolution de l'environnement soit similaire sur les deux régions (biais de conjoncture équivalent)
- Méthode de variables instrumentales : lorsqu'il existe une variable corrélée avec le choix du traitement mais non avec la variable observée. Fougère, Kramarz et Pouget (2009) ont étudié le lien entre chômage et criminalité ; ils ont d'abord trouvé une variable corrélée au chômage, à savoir la répartition sectorielle de l'emploi dans chaque département. La répartition sectorielle de l'emploi n'ayant pas d'impact sur la variable finale étudiée (la criminalité), cette variable permet d'ajuster la variable explicative (chômage) pour expliquer la variable observée (violence).

LES EXPERIENCES OBSERVATIONNELLES

Lorsque l'on ne peut pas identifier de variable instrumentale (une variable qui impacte uniquement la participation au programme mais non la variable d'intérêt), l'expérimentateur peut avoir recours à des méthodes d'observations qui vont permettre d'ajuster le biais de sélection. C'est le cas des méthodes de *matching* (ou méthode d'appariement). Elles consistent à séparer des types d'individus suivant des variables pertinentes (sexe, revenus, etc.) et ensuite de comparer les effets sur les individus ayant reçu ou non le traitement appartenant à un même type. Pour cela, il faut donc à la fois que les individus aient des caractéristiques « regroupables », et que pour chacun des types identifiés, il existe assez d'individus ayant eu accès au traitement.

APPROCHES QUALITATIVES

Les approches qualitatives sont privilégiées lorsqu'il est difficile d'isoler ou de mesurer une variable qualitative représentative de l'effet étudié. Dans la logique d'investissement à l'échelle d'un fonds on peut dissocier deux approches qualitatives permettant de répondre à la notion de causalité et plus généralement à la mesure d'impact.

THEORIE DU CHANGEMENT

D'une part, il peut être utile de justifier la causalité attendue ou observée de manière théorique : « *the essence of impact analysis is to establish [...] a supposed chain of causation ("theory") from*

intervention to impact and to measure or describe the changes induced along that chain » (OECD, 2018, p. 2). Cette théorie du changement peut s'employer en amont (« *planning* ») des investissements mais aussi en aval (« *evaluating* ») (Reeder et Colantonio, 2013). Cette approche qualitative, que l'on peut qualifier de « théorie du changement », « modèle logique », « carte des impacts » ou encore « chaîne de valeur sociale » peut prendre des formes narratives ou graphiques (Stievenart et Pache, 2014). Un des risques de cette approche est de limiter le périmètre physique et thématique aux effets issus de cette théorie dans la phase de conception et finalement d'omettre les effets non-attendus, en particulier les effets pervers ou indésirables de l'action.

D'autre part, les investisseurs peuvent étudier des études de cas ciblées, représentatives des actions menées dans le cadre de la politique d'investissement pour expliquer l'impact de leur financement. Dans ces cas, on privilégie des entretiens réalisés avec des personnes traitées et non traitées, ces entretiens pouvant être plus ou moins ouverts, suivant que l'on cherche à mesurer un impact sur un thème précis, ou au contraire à élargir les impacts possibles d'une action donnée. Les démarches qualitatives, qu'elles soient utilisées dans le cadre d'une mesure d'impact ou d'une quelconque recherche rencontrent souvent les critiques concernant leur crédibilité (risque en particulier de se focaliser sur des projets particulièrement positifs ou à avec une image forte).

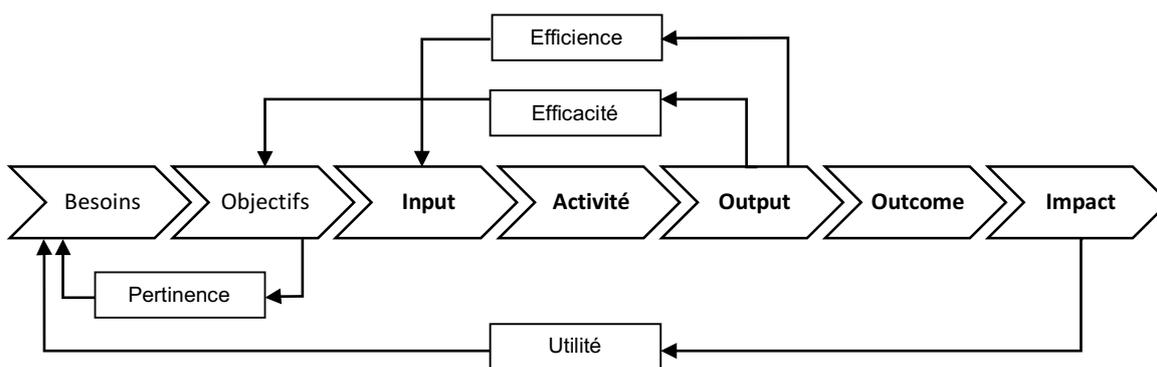
MESURER LA CAUSALITE AU NIVEAU D'UN FONDS

Certaines méthodes quasi-expérimentales telles que les différences de différences peuvent être appliquées dans à la mesure d'impact d'un investissement, en prenant comme référence (situation contrefactuelle) les entreprises du même secteur industriel ou de la même zone géographique (*near neighbours*). C'est généralement l'approche retenue pour les approches « *best-in-class* », qui comparent les performances extra-financières au sein d'un secteur (ex : la réduction de l'intensité carbone de l'entreprise par rapport à la réduction de l'intensité carbone de l'indice de référence). Remarquons cependant qu'il s'agit là d'une mesure de l'impact des décisions d'investissement sur la performance du portefeuille et non d'une mesure d'impact des investissements sur les pratiques des entreprises.

AGREGER DES MESURES DE PERFORMANCE ET D'IMPACT

Nous venons de voir que l'impact cherche à mesurer, via des indicateurs pertinents, la différence entre l'état avec et sans l'action étudiée. Si cette mesure permet déjà d'affirmer un lien de

causalité, avec toutes les réserves émises précédemment, elle ne permet pas à elle seule de mesurer la profondeur de l'impact, c'est-à-dire «[the] *significance of the impact for the people or ecosystems affected* » (Mudaliar et al., 2017, p. 61). Deux grandes problématiques émergent : d'une part, le décideur va généralement voir un choix à faire, en particulier dans le cas d'un investisseur, il va donc falloir comparer différents impacts. Ensuite, si les études précédentes se concentraient généralement sur un impact traduit par un indicateur (variable observée), l'ISR se veut généralement plus global dans son approche et considère des impacts variés (typiquement E, S et G) à partir de nombreux indicateurs aux unités diverses. Nous aurons donc une deuxième problématique d'agrégation. Nous reprenons ci-dessous le schéma de Desplatz et Ferraci (2016) en l'adaptant au vocabulaire utilisé jusqu'ici afin de bien distinguer les notions d'efficience, d'efficacité, d'utilité et de pertinence.



Les approches coût-efficacité et coût-bénéfice cherchent à comparer l'ensemble des bénéfices pour la société, à la fois marchands et non marchands et leurs coûts (investissements et charges). Ces mesures, qui se traduisent par des « *expected return* » prennent en compte « *the anticipated social benefits of an investment against its costs, discounted to the value of today's value. This expected return metric can take various forms; examples include Social Return on Investment (SROI), Benefit Cost Ratio (BCR), and Economic Rate of Return (ERR)* » (So et Staskevicius, 2015).

AGREGER DES INDICATEURS

APPROCHES MULTICRITERES ET RATING

Les analyses multicritères (*Multi Criteria Dimension Analysis*) ainsi que les systèmes de *rating* répondent à une critique des indicateurs unique, en particuliers monétaires, qui détruisent une part de l'information pourtant essentielle à la prise de décision (Gibbon et Dey, 2011). L'enjeu réside alors dans la pondération des différents *indicateurs* à agréger. Ces approches de *rating* sont utilisées par les agences de notations extra-financières, qui ont la particularité de s'appuyer sur des données variées (qualitatives et quantitatives) et nombreuses. Une première critique de ces approches concerne l'opacité des méthodes (Chatterji, Levine et Toffel, 2009). De plus, Chatterji et al. (2016) ont mis en avant le manque de convergence entre six agences de notation⁴⁷, à la fois au niveau de leur conception de la durabilité (choix et pondération entre différents indicateurs) et au niveau de la mesure (résultats divergents pour un même émetteur). Ces agences ont cependant acquis une forte légitimité dans leur expertise, à la fois envers les investisseurs et les entreprises (Chelli et Gendron, 2015).

UNE ALTERNATIVE : LA SELECTION D'INDICATEURS CLEFS

Certains investisseurs privilégient une sélection d'indicateurs clefs. Dans la phase de *monitoring*, ces indicateurs peuvent être regroupés sous forme de *social balanced scorecard* inspirées des *balanced scorecard* (Kaplan, 2001). Cet ensemble d'*outputs* ou d'*outcomes* permettent un suivi par rapport au temps ou à un objectif donné (Reeder et Colantonio, 2013). Contrairement aux scores agrégés, sans unités, l'usage d'indicateurs « bruts » permet au fonds de communiquer plus facilement avec ses parties prenantes (unités connues et comparables). Afin que ces indicateurs soient agrégés au niveau d'un fonds, il est nécessaire qu'ils soient normalisés par rapport aux propriétés de l'émetteur. Un des dénominateurs les plus utilisés est le chiffre d'affaire, qui traduit la taille de l'activité. 54% des investisseurs utilisent par exemple un ratio tonnes équivalant carbone divisé par le chiffre d'affaire pour mesurer l'intensité carbone d'un émetteur (Novethic, 2017). Il suffit ensuite de pondérer ces mesures par la part de l'émetteur dans le fonds pour obtenir l'intensité du fonds.

⁴⁷ KLD, Asset4, Calvert, FTSE4Good, DJSI, and Innovest

RAPPORTER UNE MESURE A L'INVESTISSEMENT

MESURES D'EFFICIENCE : L'ANALYSE COUT-EFFICACITE

L'analyse coût-efficacité est généralement privilégiée lorsque le projet ou l'investissement vise un seul objectif, et donc une seule variable observée (*output* ou *outcome*). Dans cette approche, l'indicateur choisi peut soit être converti en une valeur monétaire soit rester dans son unité (Reeder et Colantonio, 2013). Il y a donc un décalage entre le terme coût-efficacité et la notion d'efficacité réellement mesurée (on rapporte le résultat non pas à un objectif mais bien par rapport à un moyen mis en œuvre, à savoir un investissement). Cette approche est très utilisée dans le « *Venture Philantropy* » (Weber, 2013) avec par exemple le Social Return On Investment (SROI) (Hall et Millo, 2018), développé en 1996 par *the Roberts Enterprise Development Fund* ou la méthode BACO (Best Available Charitable Option) élaborée par le fonds Acumen (Ebrahim et Rangan, 2009).

SOCIAL RETURN ON INVESTMENT (SROI)

Krlev, Munscher et Mulbert (2013) ont réalisé une méta-analyse autour de cet outil, en cherchant à mieux comprendre les utilisateurs, les champs d'applications ainsi que la qualité des études l'utilisant. Emerson, Wachowitz et Chun (2000) distinguent trois formes de retours possibles : retours économiques (au sens financier), retours socio-économiques (coûts évités, qui auraient été supportés par la société ou l'état ou par exemple augmentation des salaires), retours sociaux (retours intangibles : estime de soi, niveau de connaissance). Contrairement aux approches coût-bénéfices, seuls les retours économiques et sociaux-économiques doivent être monétisés, les retours sociaux doivent être mesurés par d'autres indicateurs, quantitatifs ou qualitatifs.

ANALYSE COUT-BENEFICE

L'approche coût-bénéfice permet quant à elle de prendre en compte des effets variés. Les bénéfices sont traduits en valeur monétaire. Le raisonnement est ensuite similaire au calcul de Valeur Actuelle Nette, au taux de rentabilité interne⁴⁸ ou à l'indice de Profitabilité utilisés en finance pour évaluer la viabilité d'un projet. L'analyse cout-bénéfice cherche à calculer un ratio entre les bénéfices et les couts d'un projet. Tous les bénéfices (sociaux et environnementaux inclus) et couts sont exprimés en termes monétaires. Outre les outils de comptabilité extra-

⁴⁸ Taux d'actualisation pour lequel les bénéfices sont égaux aux coûts.

financière sur lesquels nous reviendrons, il est possible d'estimer la valeur financière de ces impacts sur le jugement des différentes parties prenantes (Reeder et Colantonio, 2013).

On peut identifier trois grandes difficultés avec cette approche. D'une part, la traduction d'externalités en valeur monétaire est délicate (valeur de la nature, d'une vie humaine). La monétisation systématique est d'ailleurs remise en question par certains économistes (Stiglitz, Sen et Fitoussi, 2009), car elle assume un caractère substituable aux différentes formes de capital. Ensuite, dans le cas la construction d'un modèle qui permette de prévoir l'évolution des variables retenues comme coûts et bénéfices du projet. Enfin, un grand débat des économistes consiste à définir un taux d'actualisation, qui traduit les préférences des acteurs économiques vis-à-vis du temps, et parfois vis-à-vis des générations futures.

LA PROBLEMATIQUE DU TAUX D'ACTUALISATION

L'actualisation est généralement utilisée par les financiers sur des horizons de quelques jours à quelques années. Hors dans les choix de politiques publiques, les horizons sont plus longs. C'est particulièrement vrai dans le cas des enjeux climatiques. Gollier (2016) reprend les analyses coûts-bénéfices réalisées dans le cadre des enjeux climatiques. En 2008, Nordhaus (2014) utilise un taux de 5% contre 1,4% pour le rapport Stern (2006). Le premier auteur conclut ainsi que la valeur actuelle des effets futurs causés par l'émission d'une tonne de plus de carbone aujourd'hui équivaut à un coût de 8 dollars, contre 85 pour le second. Aux États-Unis, le taux utilisé par les agences fédérales est passé de 10% en 1972 à 7% en 1992 puis 3% en 2003, car proche du rendement réel moyen des obligations à long terme d'état. En France, ce taux était de 8% entre 1985 et 2005, aligné cette fois-ci sur le rendement du capital privé. Toujours concernant le climat, en 1998, Weitzman (2001) a demandé à plus de 2800 économistes le taux qui leur semblerait pertinent pour évaluer les projets liés au changement climatique. La moyenne est de 3,86%, mais l'écart type à 2,94%, ce qui montre bien la divergence des avis, au sein même du monde académique.

PRATIQUES ACTUELLES DANS L'INVESTISSEMENT : UN BIAIS POSITIF

Le GIIN (Mudaliar et al., 2017) identifie quatre catégories de méthodes utilisées par les investisseurs : 1) *Expected return*; 2) *Theory of change and logic*; 3) *Mission alignment model*; 4) *Experimental and quasi-experimental methods*. Les *Key Performance Indicators* et les systèmes de rating (développés par les agences de notation extra financière) sont les plus utilisés (Reeder et Colantonio, 2013). 59% des investisseurs ont des objectifs sur leurs indicateurs sociaux et

environnementaux. Certains choisissent aussi de compléter leurs mesures d'impact par des études de cas (Weber, 2013).

Une des dimensions soulevées par les multiples définitions proposées de la mesure d'impact concerne la prise en compte des effets « positifs » et négatifs⁴⁹. L'étude de GIIN (Mudaliar et al., 2017) montre que 66% des investisseurs se concentrent sur les effets positifs. Le choix des indicateurs utilisés pour la mesure d'impact semble aussi révéler un « *biais positif* » des acteurs de l'Investissement Responsable (Reeder et Colantonio, 2013 ; Weber, 2013). Actuellement le pilier 6 du référentiel du label s'intitule d'ailleurs « *Mise en évidence des impacts positifs [...]* ».

PART DE RESPONSABILITE D'UN FONDS DANS UNE ENTREPRISE

Un fonds détient très rarement une entreprise dans sa totalité. La part de responsabilité du fonds est généralement estimée comme la part de détention des fonds propres ou des dettes de l'émetteur. Cette approche est critiquable à plusieurs égards. Considérons un fonds qui détient 5% des actions d'une entreprise :

| | | n | n+1 | n+1/n |
|--------------|----------------------------------|------|------|-------|
| Entreprise | Valeur boursière (fonds propres) | 1000 | 1200 | 20% |
| | Émissions CO2 | 5000 | 5000 | |
| | Part du fonds dans l'entreprise | 5% | 5% | |
| Portefeuille | Valeur | 50 | 60 | 20% |
| | Empreinte carbone absolue | 250 | 250 | |
| | Ratio CO2 par euro investi | 5 | 4,2 | -17% |

Si la valorisation boursière connaît une appréciation (dépréciation), le ratio CO2 par euro investi va nettement diminuer (augmenter), alors que l'activité de l'entreprise n'a pas nécessairement évolué de la même manière. Ce raisonnement s'applique aussi pour un d'investissement en dette,

⁴⁹ Le 6eme pilier du référentiel du label ISR se concentre actuellement sur « *des impacts positifs* ».

le ratio d'endettement de l'entreprise pouvant évoluer dans le temps, il aura un impact sur le ratio CO2 par euro investi. Le choix d'une méthode d'agrégation n'est donc pas neutre dans la mesure d'impact.

DIFFERENTS LEVIERS D'IMPACT POUR UN FONDS

DES INSTRUMENTS FINANCIERS ET HORIZONS DE TEMPS VARIES

Si mesurer l'impact à l'échelle d'une entreprise soulève de nombreuses questions, la mesurer au niveau d'un fonds introduit un nouveau niveau d'agrégation et des référentiels encore plus large. Outre les diversités sectorielles et géographiques des fonds (pas toujours homogènes au sein même d'un fond), on peut noter la variété des instruments financiers. En effet, les vecteurs sont nombreux : participation directe, actions, prêts, obligations, produits dérivés etc. De plus, les stratégies sur une même classe d'actif peuvent avoir des influences considérables a) sur le nombre de « lignes » d'un fonds (quelques-unes pour un fonds de Private Equity contre des centaines pour certains fonds quantitatifs) ainsi que b) sur la durée de détention. Si la durée moyenne était d'environ 8 ans il y a 20 ans, elle est de 8 mois aujourd'hui et peut atteindre quelques millisecondes pour les acteurs du trading haute-fréquence (Financial Stability and Financial Services and Capital Market Union, 2018).

D'AUTRES LEVIERS QUE LES CHOIX D'INVESTISSEMENT : L'ENGAGEMENT ACTIONNARIAL ET DE PLACE

Une des conclusions de l'étude de Gjessing et Syse (2007) sur Norges Bank Investment Management est que les investisseurs ont plusieurs leviers pour exercer leurs impacts : engagement actionnarial, dialogue avec les régulateurs, bourses et organismes comptables. Cette remarque nous ramène à la question de la définition du système impactant : quelles sont les leviers, les « inputs » considérés dans le cas d'un fonds ? S'agit-il uniquement de flux monétaires ou doit-on intégrer l'engagement actionnarial, les discussions avec les entreprises ou encore les initiatives de place auxquelles participent les fonds ?

Le référentiel du label dédie un pilier à cette dimension : « *La politique d'engagement ESG (dialogue et vote) avec les émetteurs* ». Afin de juger de la cohérence de cette politique avec les

objectifs du fonds, la société de gestion doit communiquer sur sa politique de vote, en indiquant par exemple le taux de vote par catégorie ESG ou le nombre d'émetteurs avec lesquels le fonds est entré en relation.

Real Impact Tracker⁵⁰ propose une méthodologie pour mesurer l'impact d'un fonds en s'appuyant sur trois leviers : l'engagement actionnarial (30% de la notation), l'impact sur la sphère public (30% de la notation) et l'investissement ESG (40% de la notation). L'engagement actionnarial inclut le vote et la communication avec les entreprises. L'impact sur la sphère publique inclut les communications avec les politiques et en particulier les régulateurs mais aussi les participations aux initiatives de place. Dans le cadre de l'investissement, il peut s'agir de participation à des groupes de travail, d'adhésion à des principes (Principles for Responsible Investment, Montreal Pledge) ou à des initiatives ciblées (Climate Action 100+, Portfolio Decarbonization Coalition).

CONCLUSION

Les montants gérés ainsi que le nombre de fonds ISR continuent d'augmenter ces dernières années. Cette montée en puissance s'explique par une considération plus forte de la société pour les enjeux de développement durable et s'accompagne d'une structuration, entre autres au travers de labels et de nouvelles exigences réglementaires. Les motivations à analyser des facteurs ESG sont variées et l'intégration ESG, qui cherche à évaluer une matérialité financière ne doit pas être confondue avec la recherche d'impacts sociaux et environnementaux (*impact investment*).

Face à la démarche de mesure d'impact, le mouvement de l'ISR se heurte à plusieurs difficultés. D'une part, la communication de l'information non financière manque de maturité (disponibilité, qualité et normalisation) par rapport à l'information financière. D'autre part, les fonds doivent agréger des indicateurs nombreux et variés (qualitatifs, quantitatifs, enjeux sociaux et

⁵⁰ <http://realimpacttracker.com/>

environnementaux) et produire une mesure au niveau du fonds à partir de mesures réalisées au niveau des entreprises.

La notion d'impact a largement été étudiée par des économistes dans le cadre d'évaluation de politiques publiques. Le principal enjeu de ces mesures réside dans la mise en évidence d'une relation de causalité, en s'appuyant une comparaison entre un échantillon ayant reçu un traitement et une situation contrefactuelle. Si ces travaux sont difficilement transposables à l'ISR, ils permettent de structurer les étapes d'une mesure d'impact : la définition d'objectifs, le choix et la justification d'indicateurs, le choix d'un périmètre ainsi qu'une considération élargie des actions possibles du fonds (vote, dialogue, lobbying).

ENCADRES

Encadré A

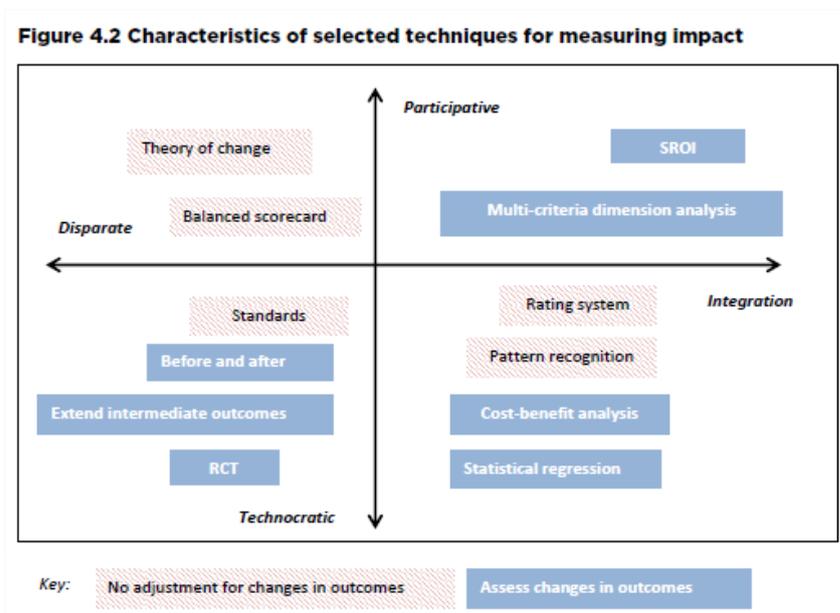


FIGURE : MATRICE DES TECHNIQUES DE MESURES D'IMPACT: (REEDER ET COLANTONIO, 2013)

Encadré B

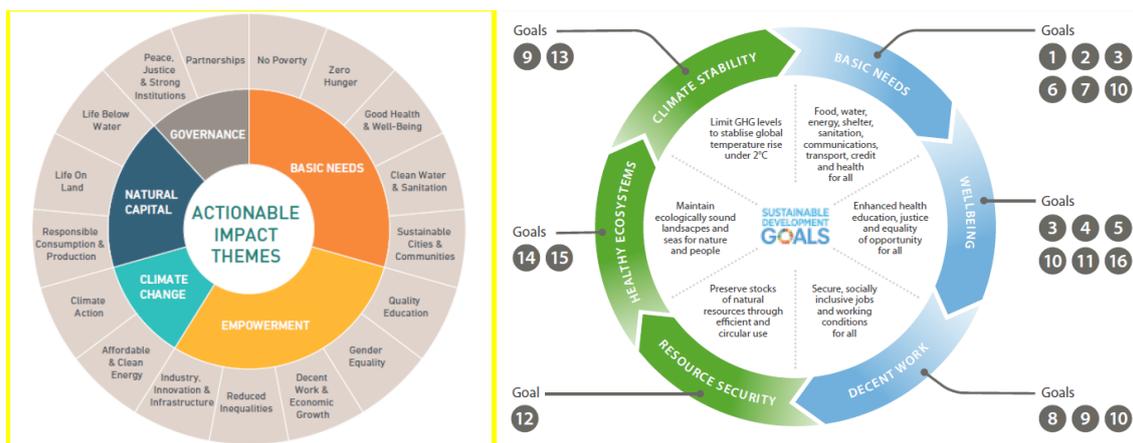


FIGURE : THEMES PROPOSES PAR MSCI (GAUCHE) ET ILG (DROITE) PAR RAPPORT AUX ODDS

CHAPITRE 2. RESULTATS DU QUESTIONNAIRE SOUMIS A LA PLACE DE PARIS

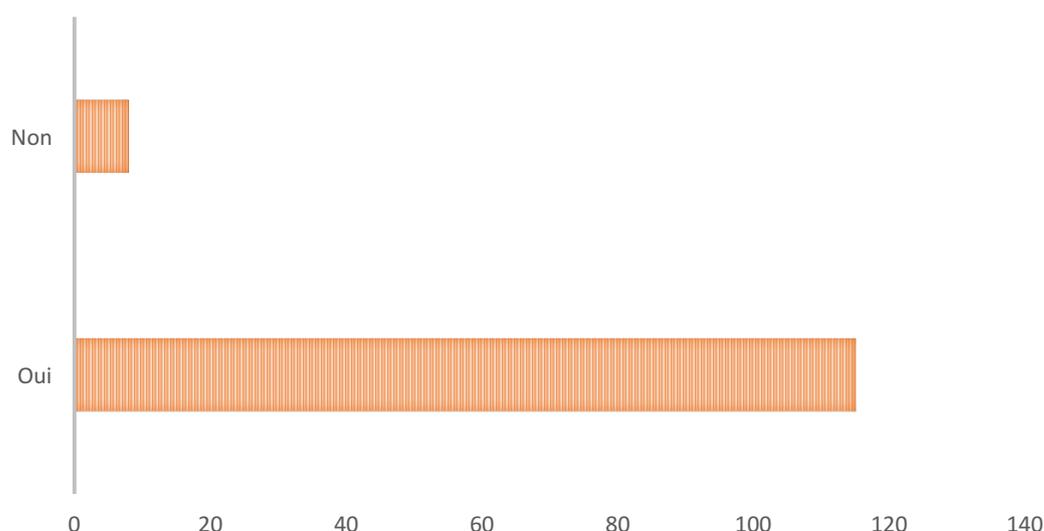
Nous présentons dans ce chapitre les résultats d'une enquête menée sur la base d'un questionnaire administré sur la période de Mars 2018 à Juin 2018 auprès des différents acteurs du marché de l'ISR. (Le détail des questions est fourni en annexe 3). 151 réponses ont été enregistrées et 80 questionnaires ont été renseignés à 100%.

Certains répondants n'ont pas renseigné tous les items du questionnaire, mais le choix qui a été fait dans ce rapport est de présenter toutes les réponses sans exclure celles qui ne portent que sous un sous-ensemble du questionnaire, par souci d'exhaustivité et parce qu'il ne s'agit dans ce chapitre que d'une présentation de type « tri à plat ». Pour une analyse économétrique plus approfondie voir Arjaliès, Chollet, Crifo et Mottis (2018).

Les principaux résultats de ce questionnaire sont les suivants.

LABEL ISR ET MESURE D'IMPACT

- 1. Le référentiel du label ISR soutenu par le Ministère de l'Économie et des Finances prévoit une évaluation de l'impact ESG/sociétal des fonds. Cette approche vous paraît-elle adaptée ?**



2. Vous avez répondu « oui ». Sur une échelle de 1 (pas important du tout) à 10 (indispensable), comment jugez-vous l'importance de la mesure d'impact pour le label ISR ?

| | Minimum | Maximum | Moyenne | Ecart type | Variance | Nombre |
|----------------------------------|---------|---------|---------|------------|----------|--------|
| Importance de la mesure d'impact | 3,00 | 10,00 | 7,86 | 1,66 | 2,77 | 108 |

Le recours à une mesure de l'impact ESG /sociétal des fonds dans le cadre du Label ISR apparaît comme une nécessité, comme une évidence. 93,5% des répondants y sont favorables. De plus, le degré d'importance de la mesure d'impact est élevé (environ 8 en moyenne sur une échelle de 10).

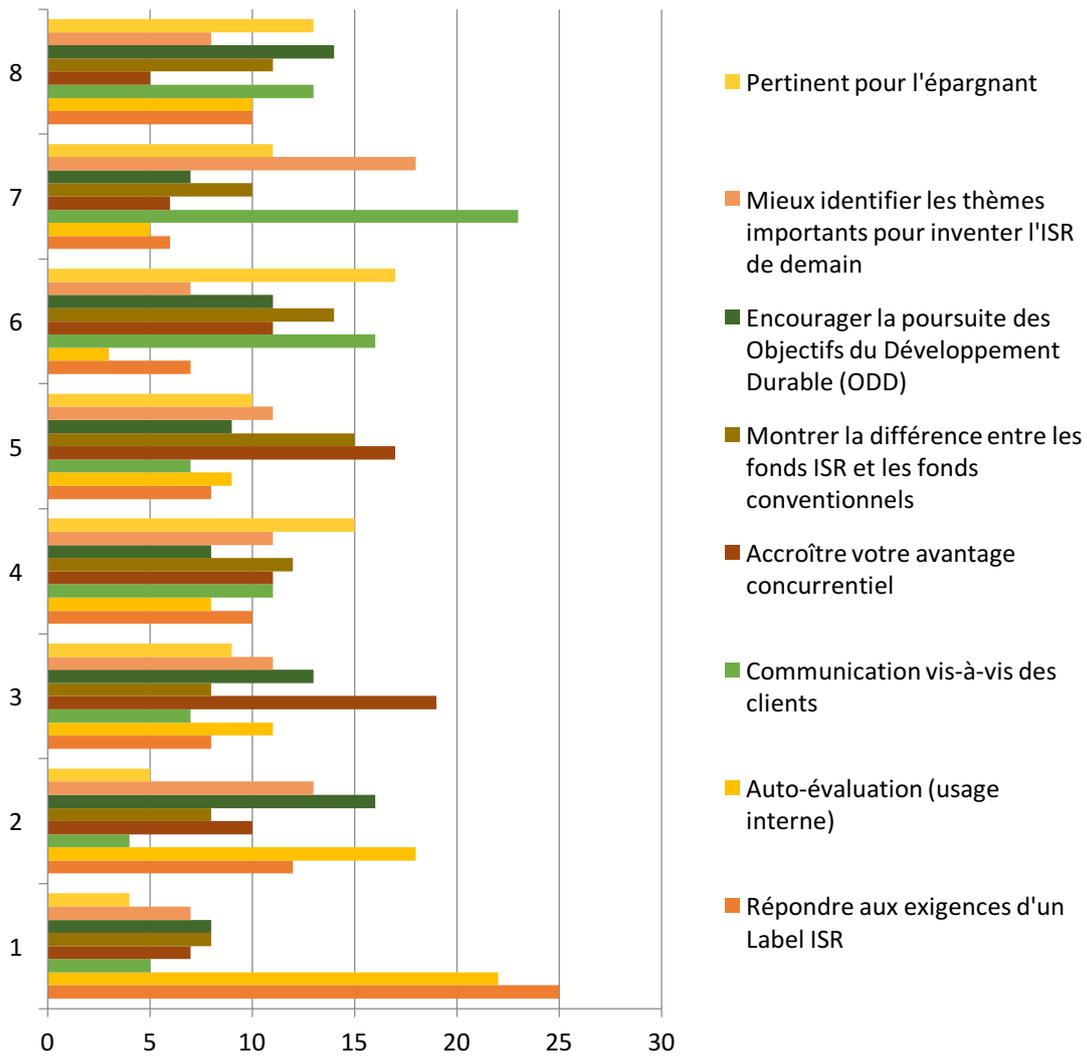
3. Vous avez répondu "non", quelle approche suggériez-vous ?

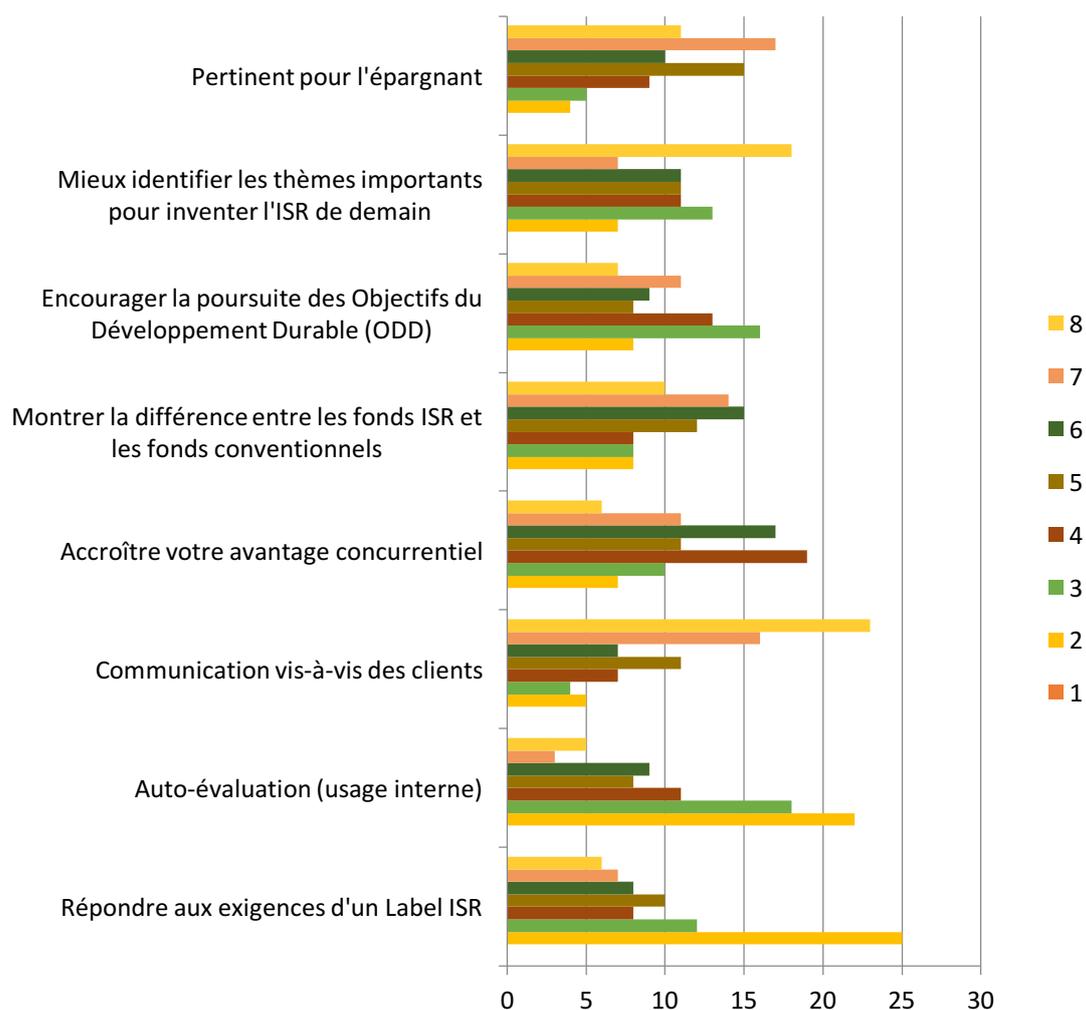
- Une approche basée sur des indicateurs prédéfinis afin d'harmoniser les communications.
- Imposer les indicateurs (Exemple : 3 indicateurs pour chacun des piliers E, S et G) et imposer la méthodologie de calcul à employer.
- Les mesures d'impact suggérées dans le texte du Label ISR restent très discrétionnaires. Une approche plus précise des indicateurs les plus pertinents et des méthodologies de calcul des *outcomes* serait nécessaire.
- De quelle approche parle-t-on ? Aujourd'hui le label est centré sur la procédure et oublie l'impact. La preuve certains fonds labellisés vendent un impact social et n'ont de chiffres que sur l'environnement.

QU'EST-CE QUE LA MESURE D'IMPACT ?

4. Quelle est la hiérarchie des objectifs pour lesquels vous avez mis en place une mesure d'impact (ou vous souhaiteriez le faire) ? Classez par ordre d'importance : 1 = objectif le moins important ; 8 = objectif le plus important.

Les résultats (nombre de réponses) sont d'abord présentés selon l'ordre de préférence, puis selon l'objectif retenu.



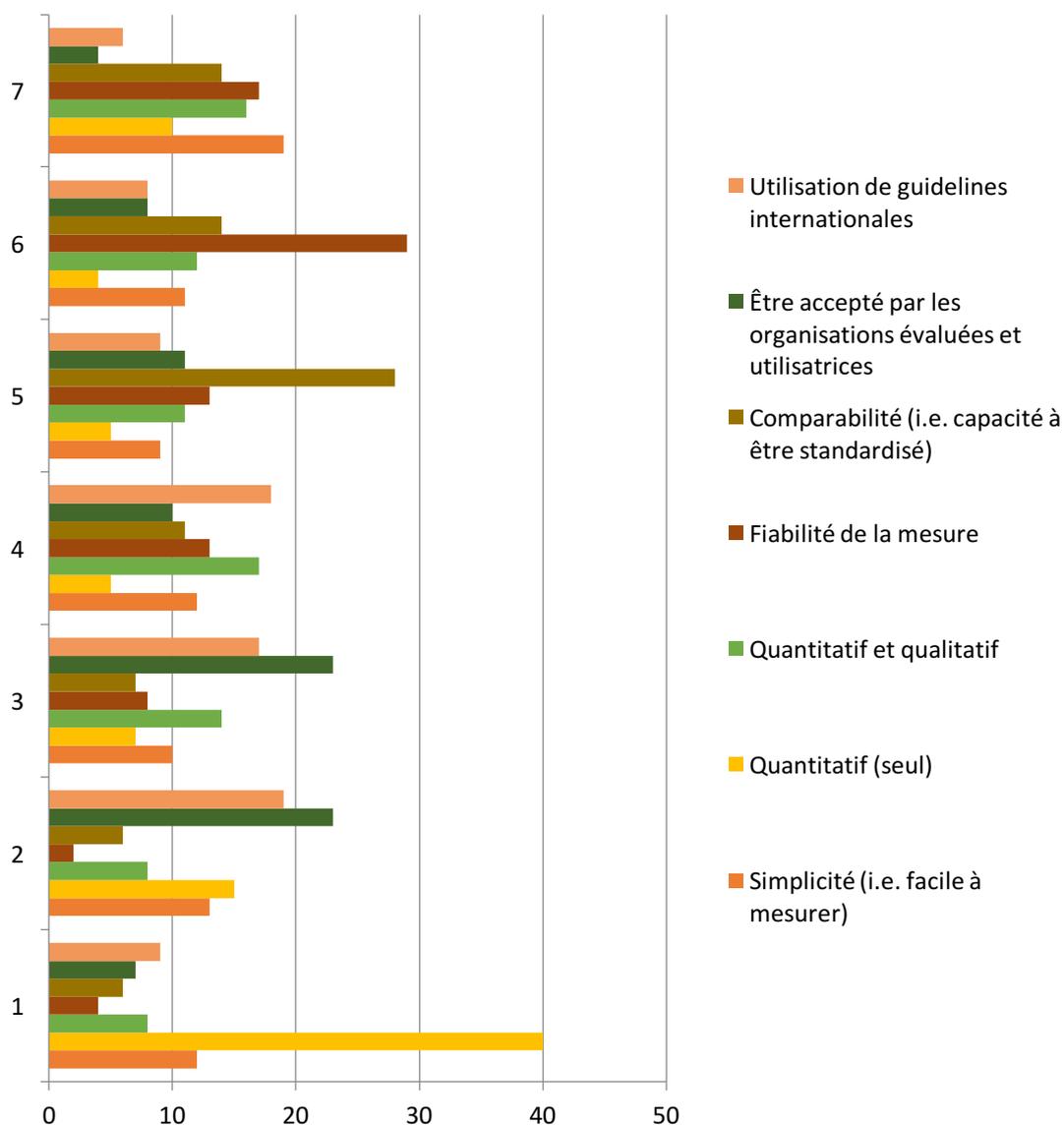


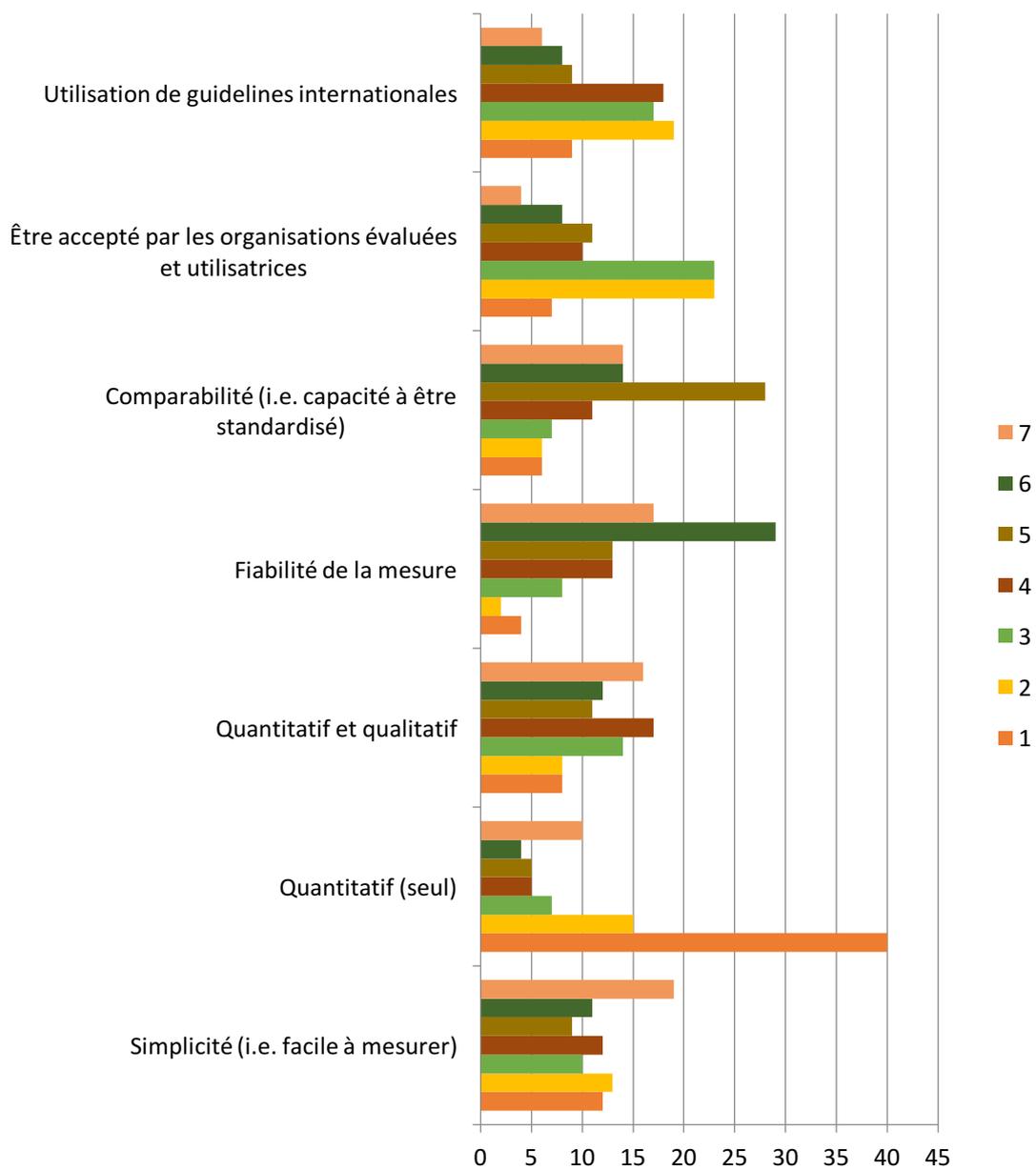
La plupart des objectifs proposés sont jugés importants, ce qui signifie que la mesure d'impact répond à une pluralité d'objectifs. Ceux-ci concernent à la fois la poursuite des ODD, la gestion d'actifs (notamment les acteurs de l'ISR), la communication avec les épargnants (clients).

Seuls deux types de préoccupations sont en retrait : l'auto-évaluation et la réponse aux exigences du label ISR.

5. Quelle est la hiérarchie des critères que doit/devrait remplir la mesure d'impact ? Classez par ordre d'importance 1 = objectif le moins important ; 7 = objectif le plus important.

Les résultats (nombre de réponses) sont d'abord présentés selon l'ordre de préférence, puis selon le critère retenu.

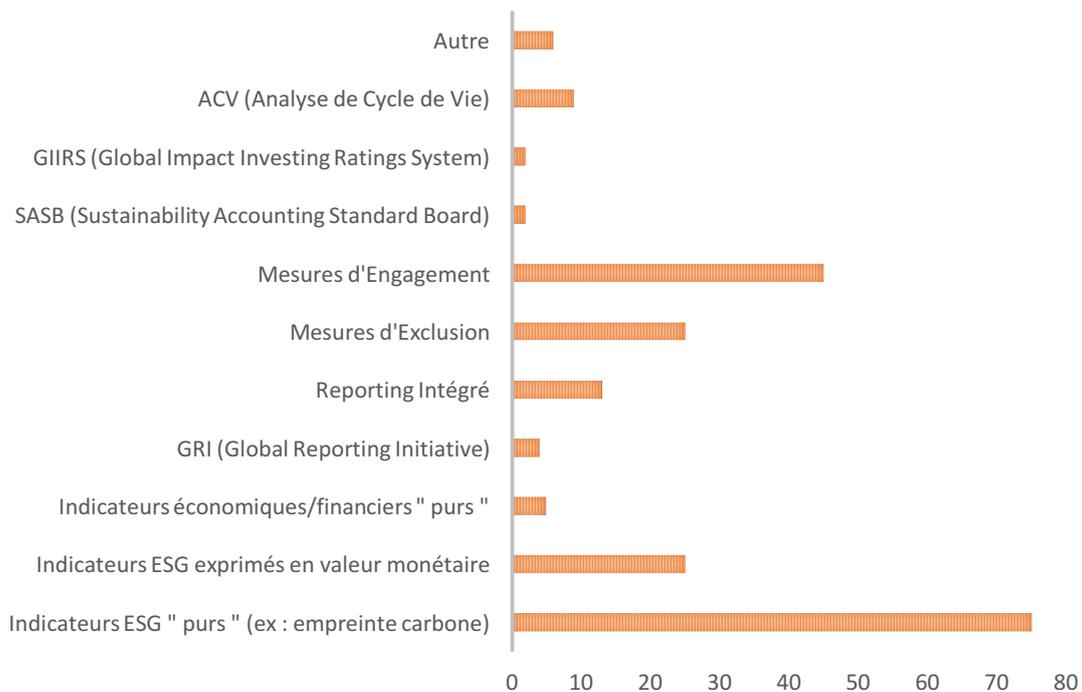




Les critères les plus importants que les mesures doivent remplir sont : fiabilité, comparabilité et simplicité. L'utilisation d'indicateurs uniquement quantitatifs est très fortement rejetée.

LA MESURE D'IMPACT EN PRATIQUE

6. Vous avez mis en place des mesures d'impact au sein de votre organisation, ou vous envisagez de le faire. Quelle(s) approche(s) privilégiez-vous ? (Plusieurs réponses possibles – maximum 3).

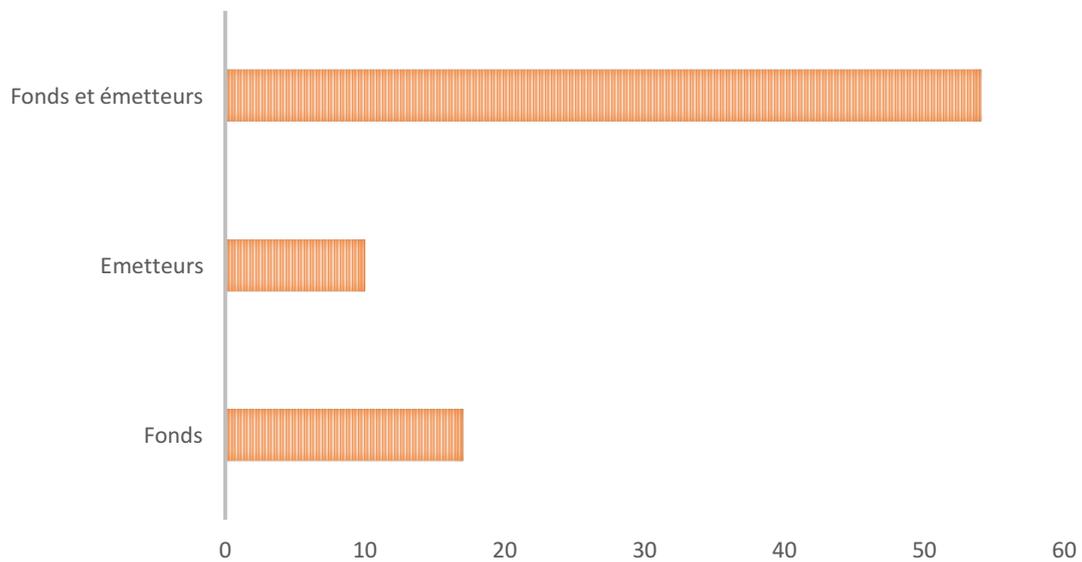


7. Vous avez coché "autre", pouvez-vous préciser ?

- Indicateurs de contribution à la transition.
- Nous n'avons mis en place de mesure d'impact dans notre organisation.
- Exposition aux thématiques durables.
- Mesure d'impacts sectoriels (nombre de personnes soignées par les entreprises investies du secteur de la santé).
- Indicateur propriétaire d'alignement des portefeuilles sur les scénarios climatiques de long terme.

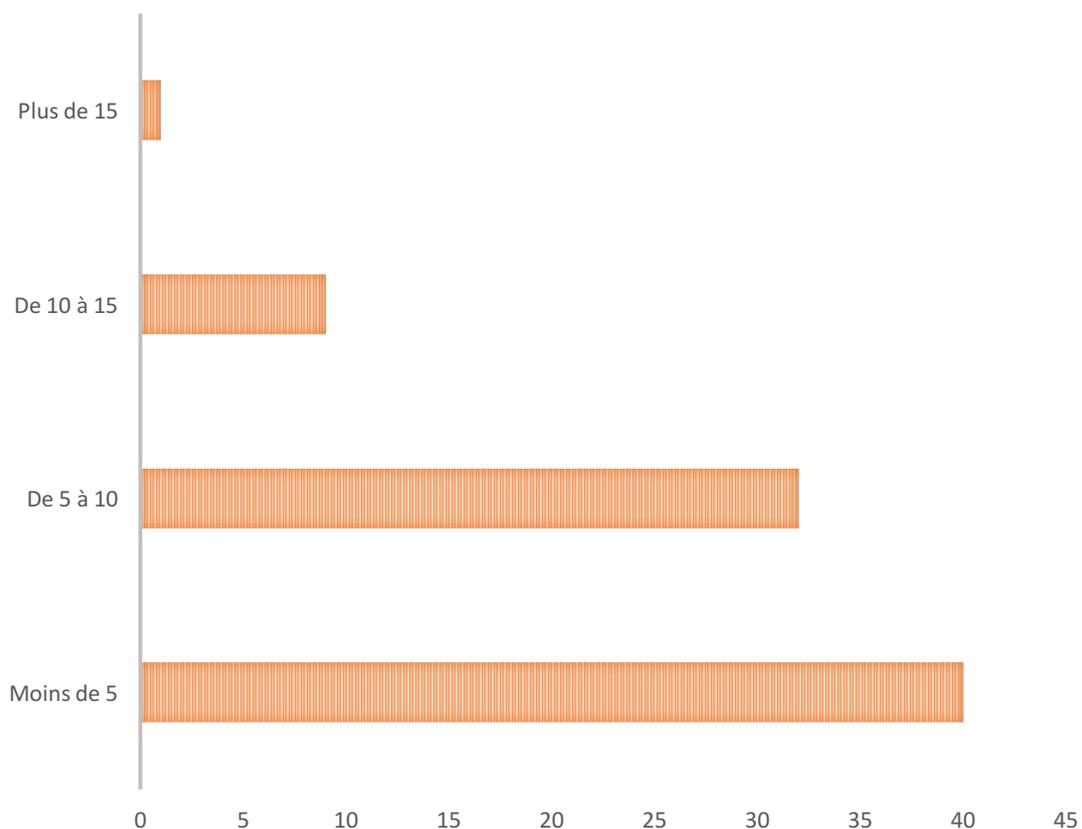
Les indicateurs ESG purs restent l'approche privilégiée. Viennent ensuite les mesures d'engagement, puis les mesures d'exclusion et les indicateurs ESG exprimés en termes monétaires. Le recours à des mesures d'impacts sectoriels est notamment cité comme autre mesure à privilégier.

8. Ces mesures d'impact sont-elles au niveau des fonds, des émetteurs ou des deux à la fois ?



Une grande majorité des répondants a mis en place (ou envisage de le faire) des mesures d'impact à la fois au niveau des fonds et à celui des émetteurs.

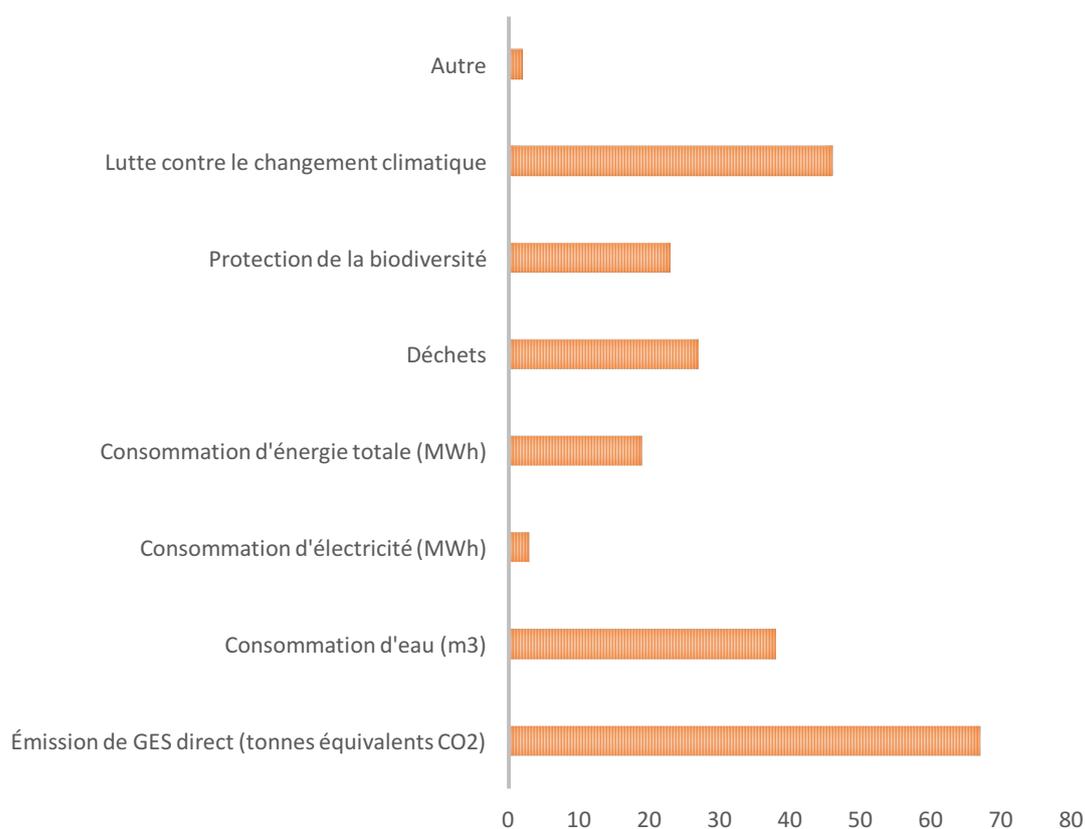
9. Quel serait d'après vous le nombre adéquat d'indicateurs d'impact à utiliser dans le cadre d'un label ISR par fonds labellisé ?



Dans le cadre du label ISR un nombre limité d'indicateurs d'impact semble adéquat. En effet, 88 % des personnes interrogées sont favorables à un nombre maximal d'indicateurs égal à 10. Près de la moitié des répondants souhaite que moins de 5 indicateurs soit utilisés.

10. Pouvez-vous lister les indicateurs pour chacun des quatre piliers que vous jugez les plus pertinents ? (Au maximum 3 par pilier)

Pilier ENVIRONNEMENT

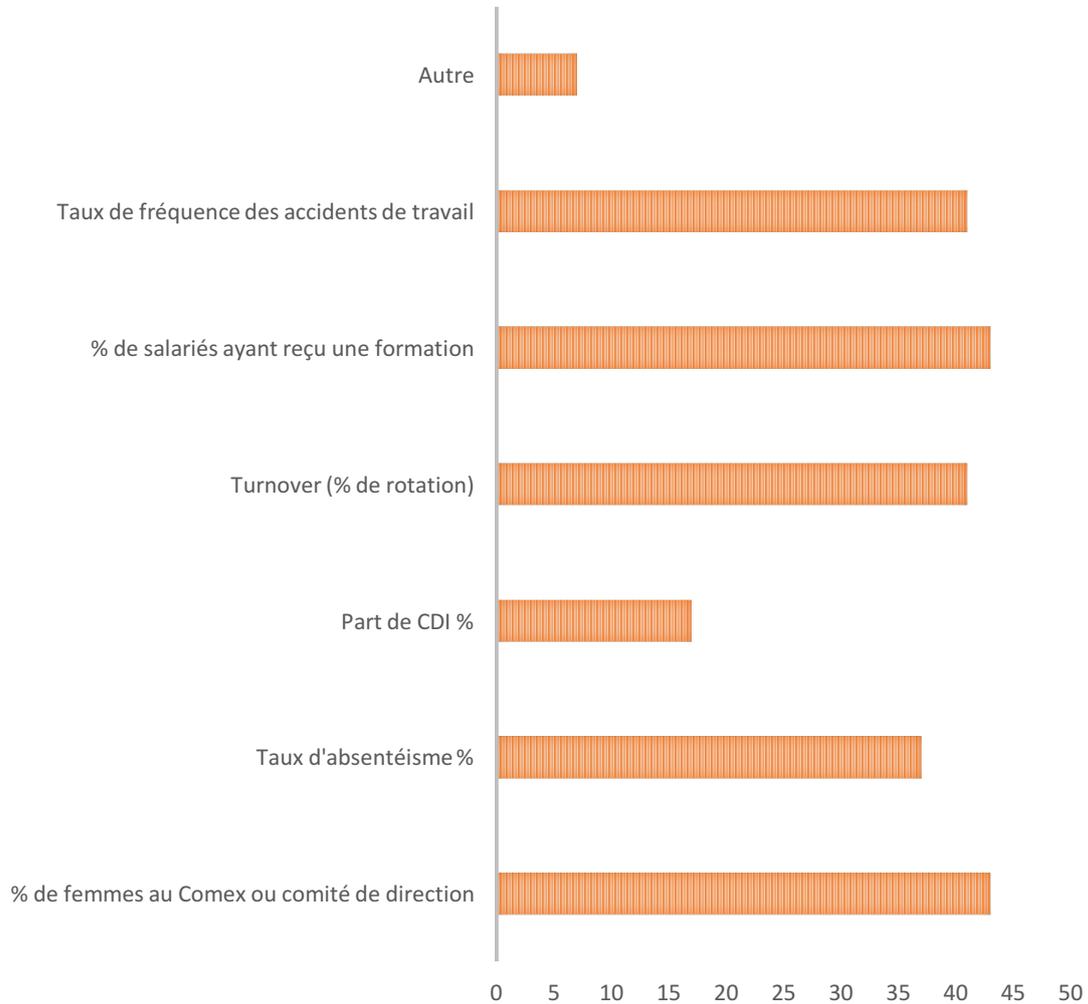


L'émission de GES direct (en tonnes équivalents CO2) apparaît comme l'indicateur le plus pertinent. Viennent ensuite dans l'ordre décroissant⁵¹: lutte contre le changement climatique, consommation d'eau (m3).

Parmi les autres indicateurs sont notamment cités : projection trajectoire 2°C ; Net Environmental Contribution®.

⁵¹ Ne sont considérés ici dans l'analyse par pilier (E, S, G, Droits humains) et en référence aux ODD que les items qui ont obtenu au moins 30 réponses.

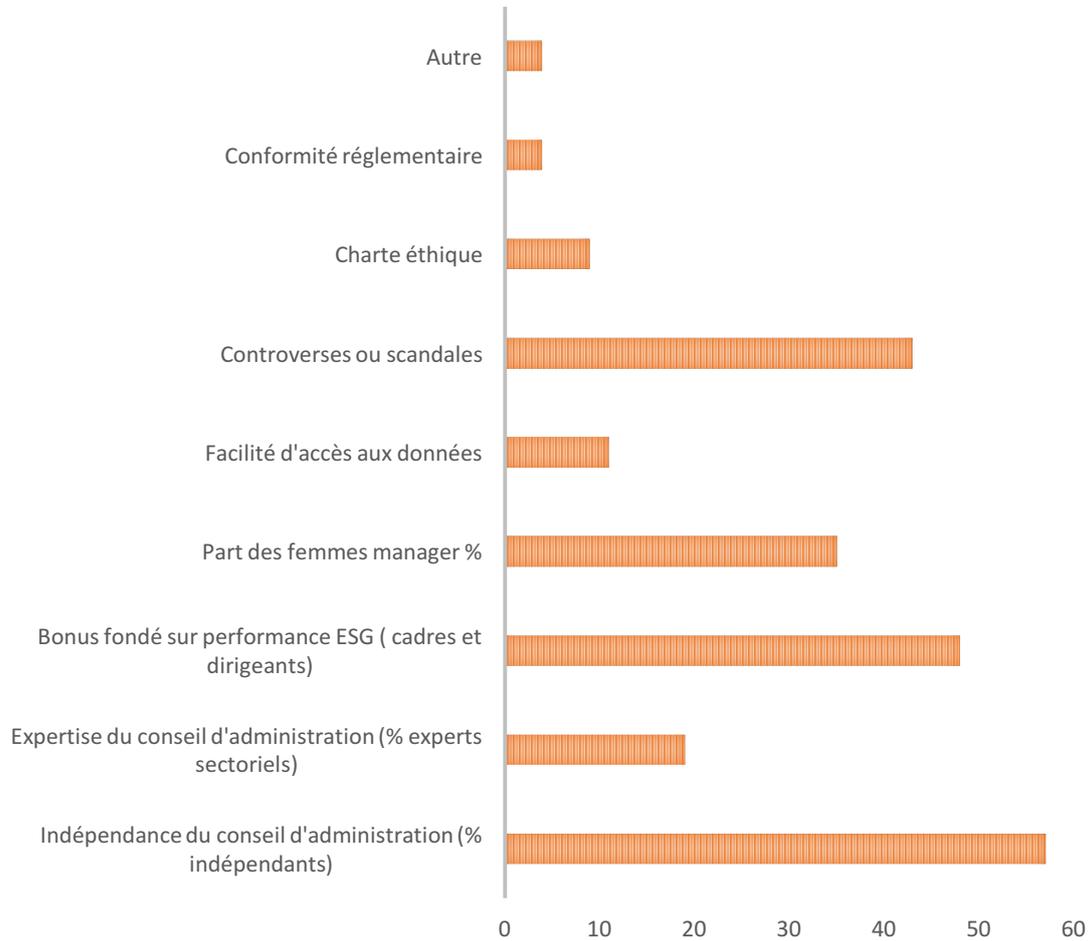
Pilier SOCIAL



Quatre indicateurs sont considérés, à hauteur égale, comme les plus pertinents. Légèrement moins cité, le taux d'absentéisme prend la cinquième place. Parmi les indicateurs proposés seul reste en retrait la part des CDI (en %). Cette multiplicité d'indicateurs jugés pertinents pour le pilier Social est à rapprocher du nombre limité d'indicateurs d'impact souhaité dans le cadre du label.

Les autres indicateurs cités sont notamment : controverses droits humains et droit du travail, indicateur de qualité de l'emploi créé, nombre d'emplois créés ou détruits (ratio), ratio rémunération comité exécutif / rémunération du 1er décile.

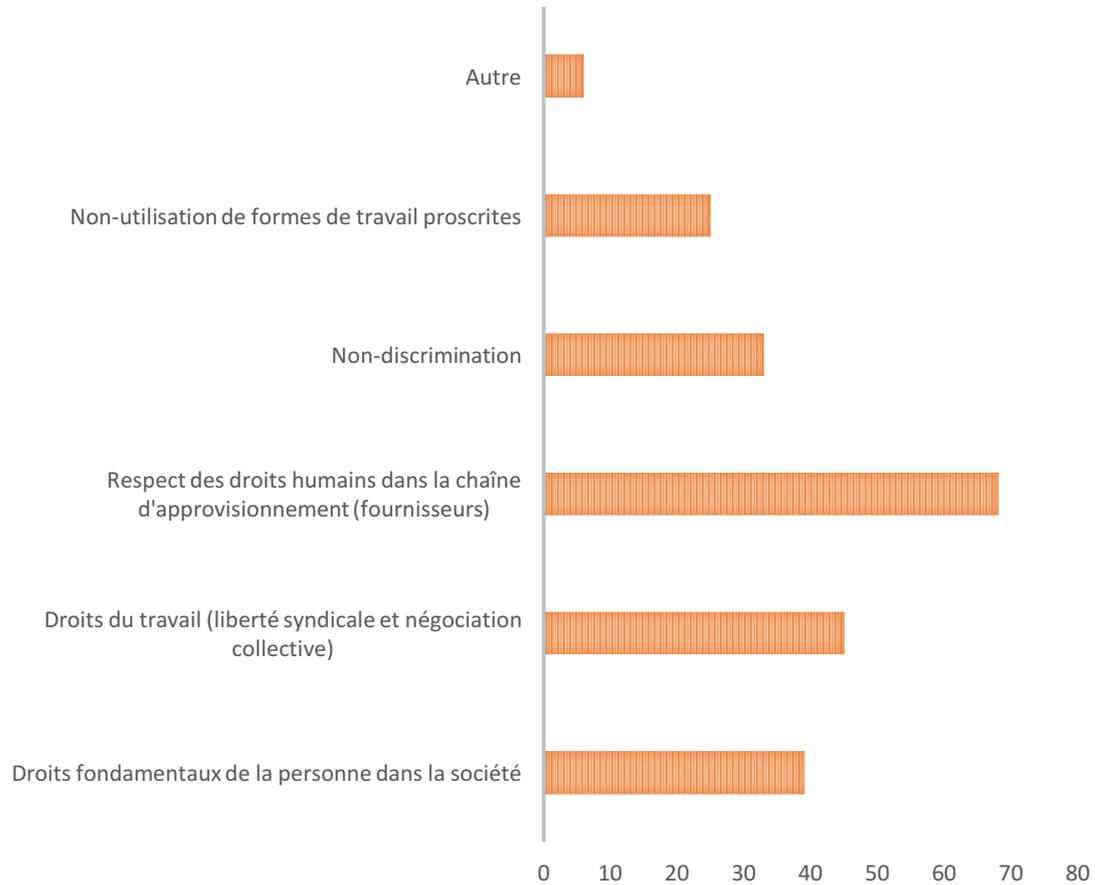
Pilier GOUVERNANCE



Les 3 indicateurs jugés les plus pertinents sont dans l'ordre décroissant : indépendance du conseil d'administration, bonus fondé sur la performance ESG, controverses ou scandales. La part des femmes managers arrive en quatrième position.

Parmi les autres indicateurs sont notamment cités : part d'administrateurs salariés, implication de parties prenantes externes, ouverture du conseil d'administration à l'engagement actionnarial, mécanismes anti OPA.

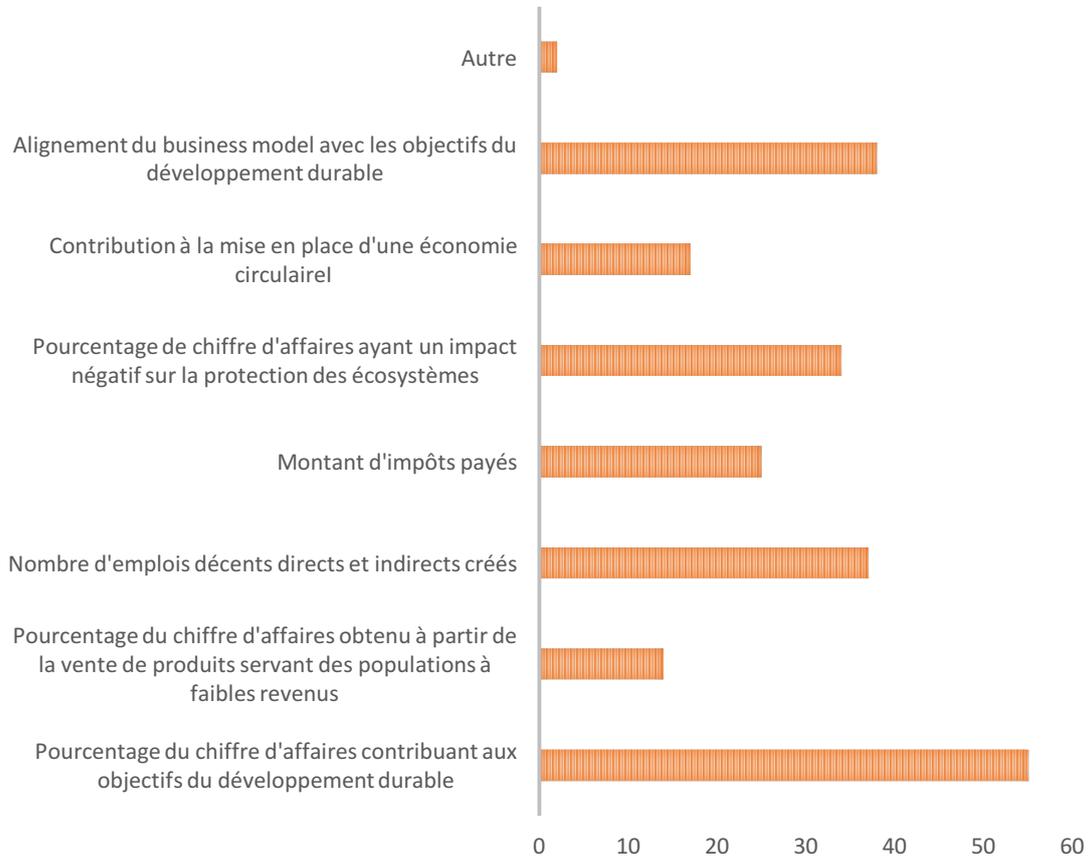
Pilier DROITS HUMAINS



Le respect des droits humains dans la chaîne d’approvisionnement apparaît comme l’indicateur le plus pertinent. Viennent ensuite dans l’ordre décroissant : droit du travail, droits fondamentaux, non-discrimination.

Parmi les autres indicateurs sont cités : pourcentage des entreprises qui opèrent dans des pays à risque en matière de droits humains, mise en place des audits sociaux sur la chaîne d'approvisionnement, controverses droits humains, formalisation d'une politique de lanceur d'alerte, signature du Pacte Mondial de l'ONU, aggravation des inégalités sociales, risque de conflit armé/guerre.

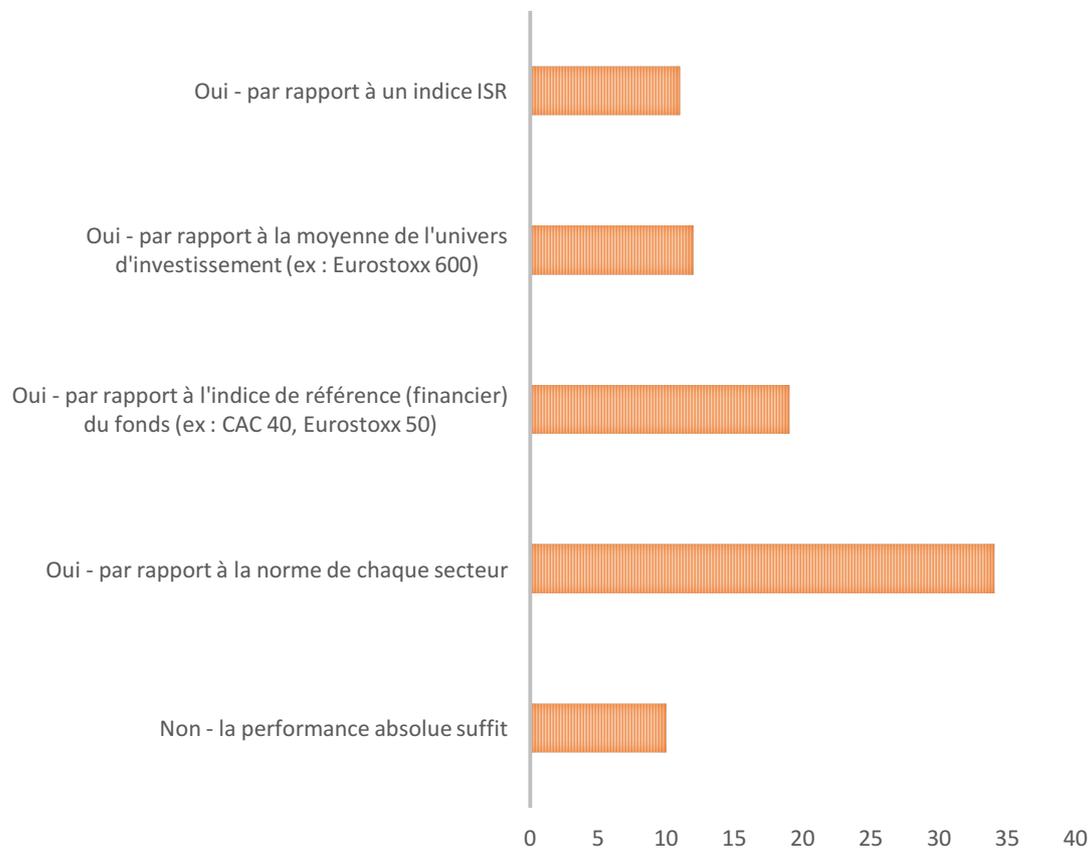
Pilier OBJECTIFS DU DEVELOPPEMENT DURABLE



Le pourcentage du chiffre d'affaires contribuant aux objectifs du développement durable est l'indicateur le plus cité. Viennent ensuite dans l'ordre décroissant : alignement du business model avec les objectifs du développement durable, nombre d'emplois décents créés, pourcentage du chiffre d'affaires ayant un impact négatif sur la protection des écosystèmes.

Parmi les autres indicateurs sont notamment cités : alignement avec les 17 principes des ODD à partir du chiffre d'affaires, impacts négatifs sur les objectifs du développement durable.

11. Pour les indicateurs listés ci-dessus, souhaitez-vous la mise en place d'une mesure de performance relative ? (Une seule réponse possible).



Une très large majorité (88%) des personnes interrogées souhaite la mise en place d'une mesure de performance relative. Près de la moitié (45%) des personnes favorables à une mesure relative pensent que celle-ci doit être établie par rapport à la norme de chaque secteur.

CARACTERISTIQUES SOCIODEMOGRAPHIQUES DES REpondANTS

12. Fonction

Les fonctions occupées par les répondants au questionnaire correspondent à des intitulés très variables. Analystes (ESG ou ISR), responsables ISR, gérants d'actifs sont les fonctions les plus fréquentes.

13. Expérience dans l'industrie de la gestion d'actifs

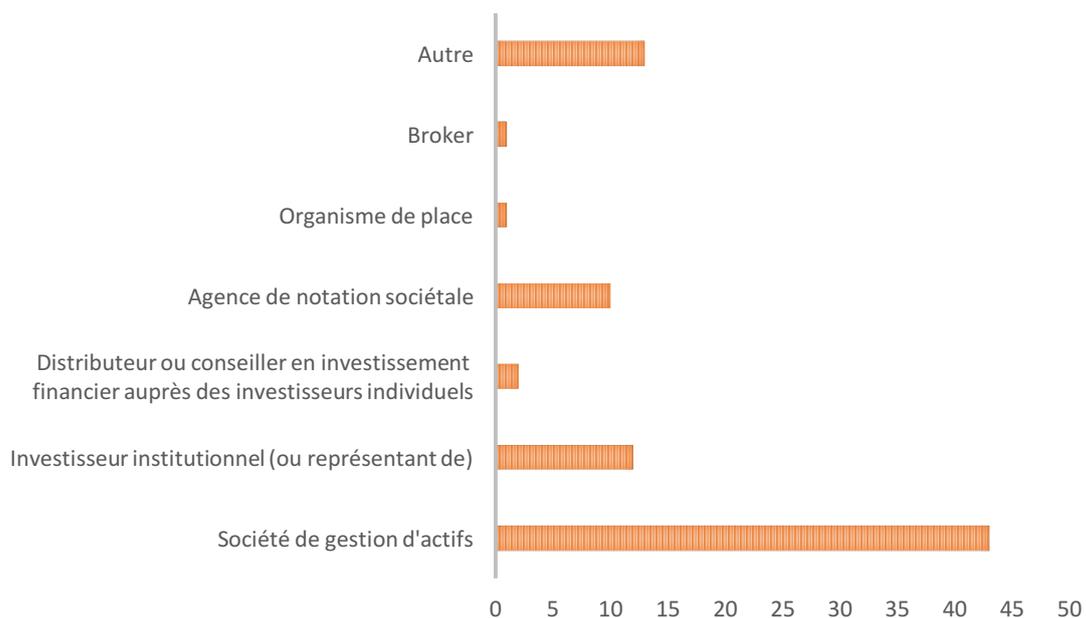
| | |
|------------|--------|
| < 5 ans | 30,49% |
| 5 - 15 ans | 34,15% |
| > 15 ans | 35,37% |
| Total | 100% |

14. Expérience dans l'ISR

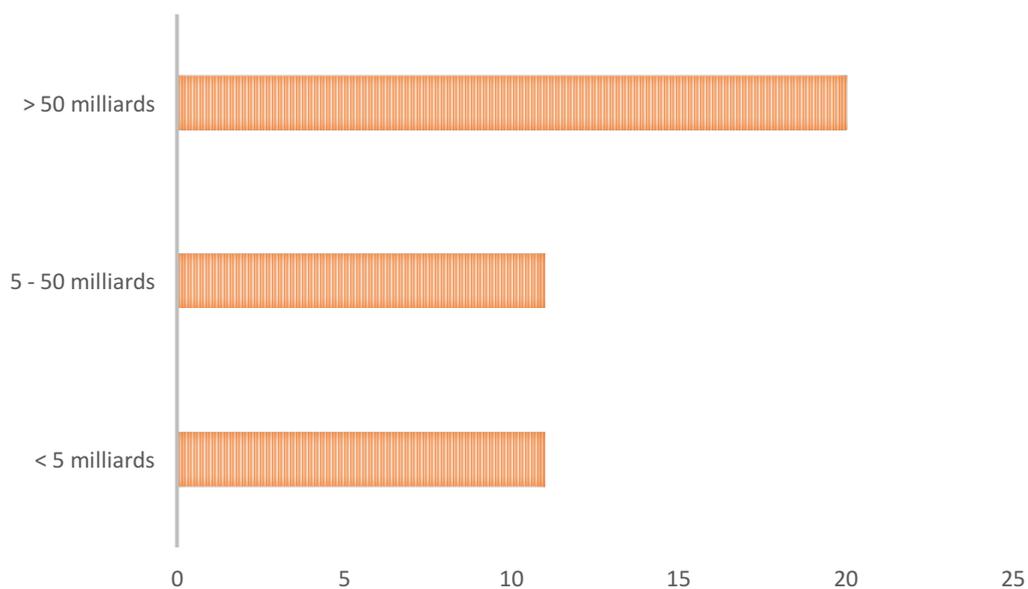
| | |
|------------|--------|
| < 5 ans | 21,52% |
| 5 - 15 ans | 54,43% |
| > 15 ans | 24,05% |
| Total | 100% |

Plus des 2/3 des répondants ont une expérience supérieure à 5 ans dans l'industrie de gestion d'actifs. Cette proportion s'élève à plus des 3 /4 dans l'ISR.

15. Organisation

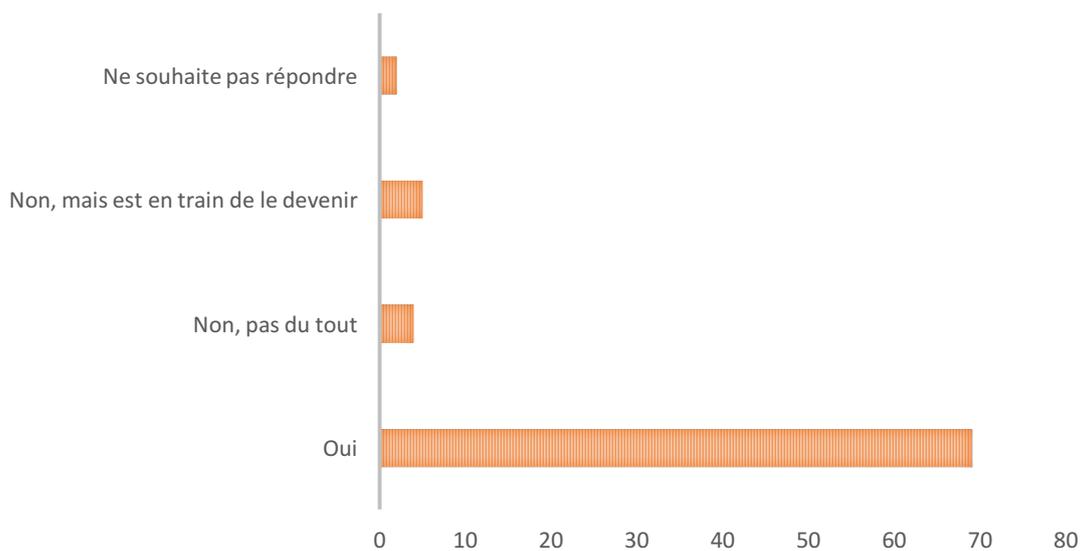


16. Actifs sous Gestion

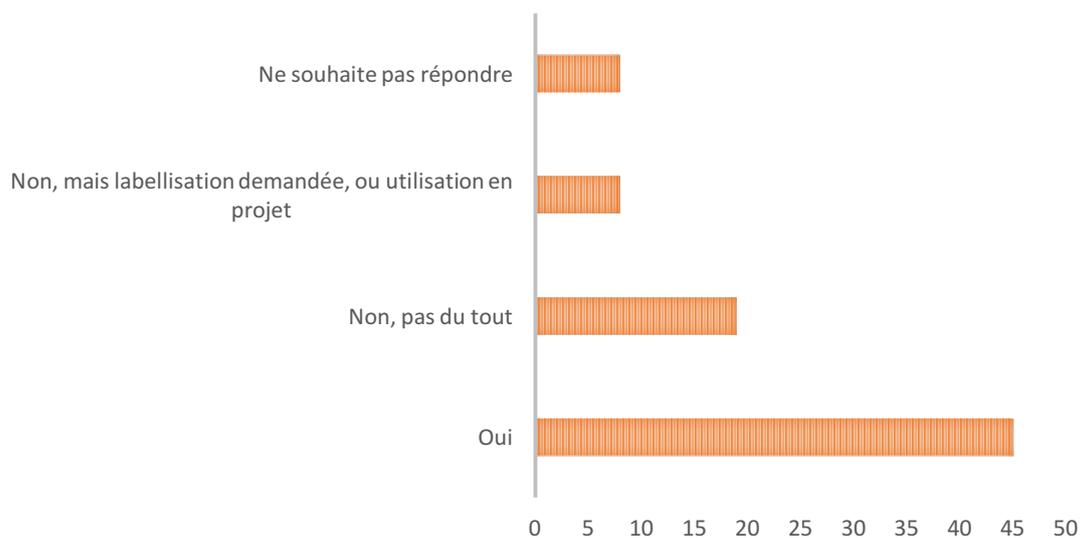


Les 2/3 des répondants travaillent dans (pour) des sociétés de gestion d'actifs ou chez des investisseurs institutionnels. La moitié des répondants membres de sociétés de gestion travaille dans une structure qui gère plus de 50 milliards d'Euros.

17. Est-ce que l'ISR est une priorité stratégique pour votre organisation ?

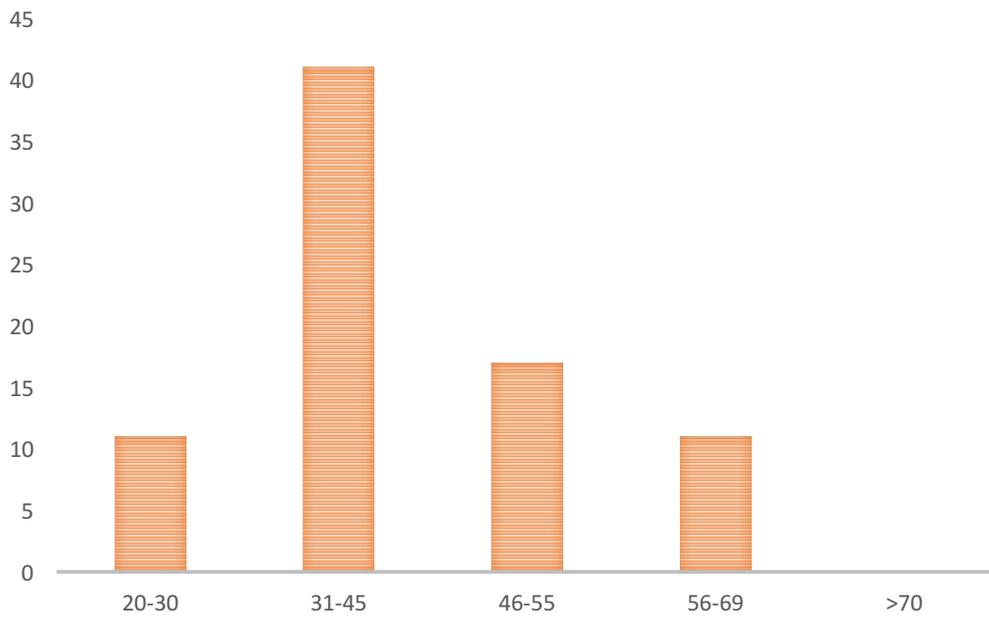


18. Avez-vous des fonds labellisés ISR sous gestion ?

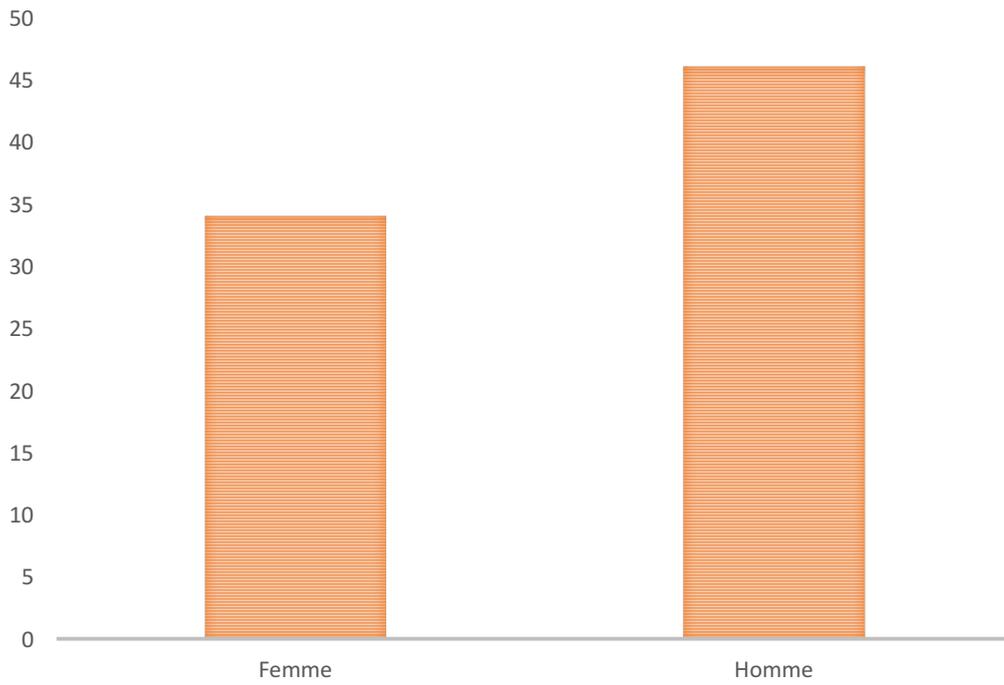


L'ISR est une préoccupation stratégique pour les organisations dont font partie les répondants. Celles-ci ont dans leur grande majorité (56%) des fonds labellisés sous gestion. Il est à noter que parmi les organisations qui n'ont pas de fonds labellisé, peu d'entre elles envisagent a priori d'avoir recours à la labellisation dans le futur.

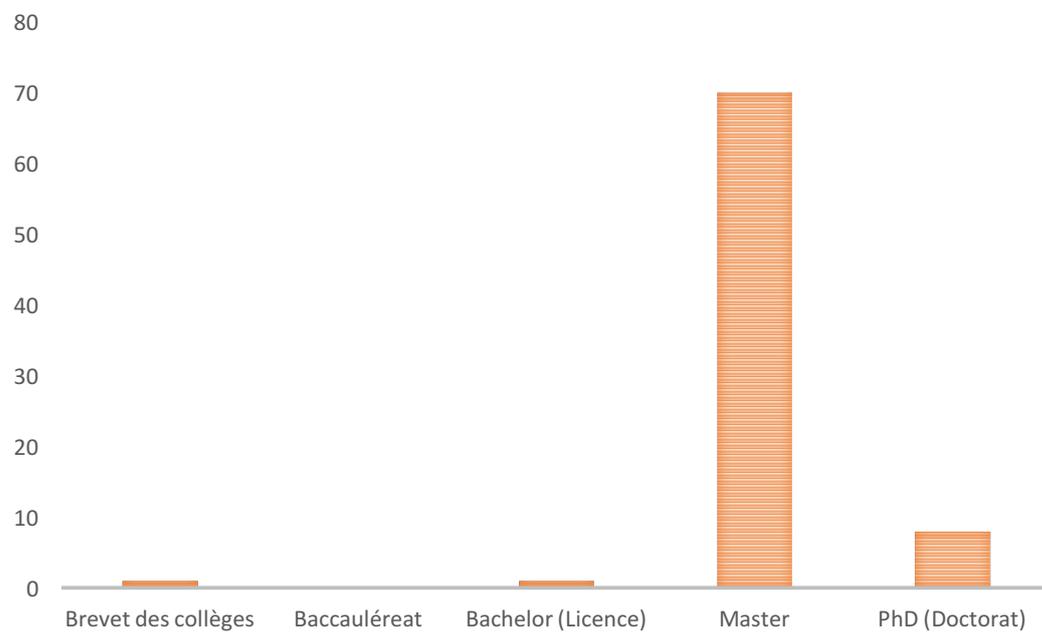
19. Age



20. Genre



21. Diplôme le plus haut obtenu



CONCLUSION

L'enquête menée auprès des acteurs de l'ISR montre qu'une mesure d'impact des fonds labellisés est nécessaire et vivement attendue.

Cette mesure doit répondre à des objectifs divers qui concernent à la fois la poursuite des Objectifs du Développement Durable (ODD), la constante amélioration des pratiques de la gestion d'actifs (et notamment de l'ISR) et la communication avec les épargnants.

La mesure d'impact attendue respecte certains critères fondamentaux tels que : fiabilité, comparabilité et simplicité des indicateurs.

Cette mesure doit porter à la fois sur les fonds et les émetteurs, concerner les différents piliers ESG et être réalisée à l'aide d'un nombre limité d'indicateurs (10 au maximum).

La mise place et l'utilisation systématique d'une telle mesure d'impact devrait constituer un atout majeur pour le développement de l'ISR, notamment auprès des investisseurs individuels. Elle semble être par ailleurs dans l'intérêt de toutes les parties prenantes, qu'il s'agisse des professionnels de la gestion d'actifs, des épargnants ou des acteurs de la société.

CHAPITRE 3. SUGGESTIONS DES MEMBRES DU GROUPE DE TRAVAIL IMPACT

Nous reproduisons dans ce chapitre les suggestions in extenso (et par ordre alphabétique) reçues de :

- Edmond de Rothschild Asset Management
- Ethifinance
- Groupe La Française
- Meeschaert Asset Management
- MSCI ESG Research
- Sycomore Asset Management

EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT (JEAN-PHILIPPE DESMARTIN)

Les 4 points majeurs pour notre société de gestion, praticienne de la mesure de l'impact sur le terrain sont :

LA MESURE DE L'IMPACT EST PLUS FACILE SUR CERTAINES CLASSES D'ACTIFS QUE D'AUTRES

Et cela pour plusieurs raisons ; accès à la data, conservation longue des investissements, faible nombre d'investissements, proximité avec l'émetteur... Cette mesure est ainsi plus facile pour les Infrastructures, le *private equity*, le *real estate* et la dette souveraine. A l'inverse, la mesure de l'impact est plus compliquée pour d'autres classes d'actifs telles que les *small & midcaps*, les émetteurs non cotés ou encore le *high yield*. On ne peut donc demander à toutes les classes d'actifs de reporter sur les mêmes indicateurs d'impact et dans le même horizon de temps.

LES ECHANGES AU SEIN DE LA COMMISSION ONT MONTRE LA DIVERSITE ACTUELLE ET FUTURE DE LA MESURE DE L'IMPACT.

Le simple exemple du climat montre que les choses sont en devenir avec de nombreux progrès attendus à un horizon de 5 ans (amélioration des méthodologies et de l'accès aux datas). Ainsi, il faut s'inscrire dans une démarche d'amélioration continue sans figer pour l'éternité les premiers efforts faits depuis quelques années. Pour autant, le consensus sur le terrain convient que l'on peut raisonnablement identifier 5 à 10 indicateurs, factuels orientés Résultats/Objectifs comme base à recommander comme plus petit dénominateur commun d'indicateurs qui peuvent s'appliquer à l'ensemble des entreprises et secteurs (empreinte carbone, effectifs...).

LE LABEL PUBLIC ISR EST DESTINE AU RETAIL / GRAND PUBLIC. IL FAUT QU'IL PARLE AU CITOYEN.

Il faut donc des indicateurs simples, de résultat, qui parlent au commun des mortels. Bien sûr, les indicateurs peuvent prendre la forme de résultats quantitatifs et de réponse OUI/NON. Sur le terrain, nous avons aussi constaté que la présentation des *business models* des entreprises et leur lien avec les solutions développement durable était très bien compris par les particuliers. Par exemple, Wessanen, midcap hollandaise, N°1 du bio en Europe. Cette dimension grand public peut prendre des formes différentes. J'ai ainsi cité l'exemple d'un fonds ISR d'impact qui va se lancer au US pour des investissements dans des entreprises américaines en s'appuyant chaque année sur un sondage auprès de la population américaine pour hiérarchiser les priorités en

matière d'impact ; préservation de la biodiversité, éducation, emploi, intégration des territoires...).

CONCLUSION / INTRODUCTION

La mesure de l'impact est l'axe de progrès prioritaire pour le label. En effet, un label public est par définition le fruit d'un compromis. Il ne faudrait pas qu'il devienne le fruit d'une compromission. Il en va donc clairement de la crédibilité de ce label en France mais aussi dans une perspective de réflexion au niveau européen. Pour résumer, le XIXème siècle a permis à l'investisseur de mesurer la performance financière de ses investissements. Le XXème siècle a permis de mesurer le risque financier associé à ses investissements, avec tous les débats non terminés que l'on sait. Le XXIème siècle sera le siècle de la mesure de l'impact ESG. Le label public ISR, niche au sein de l'intégration ESG, a vocation à montrer le chemin.

PRINCIPE GENERAL

Actuellement, les pratiques du marché ISR en matière de mesure d'impact peuvent être caractérisées comme relativement naissantes. Cela se manifeste à travers l'absence de définitions et de méthodologies communes des critères d'impact ainsi que la disponibilité réduite de données et le coût élevé associé au recueil et à la structuration des données et au développement de méthodologies d'impact pertinentes. La problématique de coût est d'autant plus d'actualité pour les sociétés de gestion de taille modeste et celle dont la stratégie de gestion se base sur le financement des petites et moyennes capitalisations (PME/ETI) plus contraintes en matière de production de la communication que les *Large Caps*.

Dans ce contexte de marché, il nous semble nécessaire de formuler surtout des grands principes de base relatifs à la qualité et la transparence des démarches d'impact des sociétés de gestion visant le Label ISR sans imposer un coût supplémentaire important aux sociétés de gestion et sans contraindre l'innovation et l'apparition de nouvelles mesures d'impact.

Nos propositions concrètes :

1. RENFORCER LE SUIVI DE L'IMPACT PAR LES SOCIETES DE GESTION

- Mettre en place pour les sociétés de gestion visant le Label ISR l'exigence d'adresser systématiquement minimum 2 thématiques sur 4 (E, S, G, DH) par les critères d'impact

NB : Actuellement, 20,5% des fonds déjà labellisés ont communiqué les critères d'impact uniquement dans une seule thématique (E, S, G ou DH) – Source : Etude des Fonds labellisés par Ethifinance présentée au Groupe de Travail le 2/05/2018.

- Exiger des sociétés de gestion qu'ils communiquent systématiquement la couverture des fonds en % d'encours par les critères d'impact VOIRE Exiger d'atteindre un taux de couverture minimal (X%, à définir) d'encours du fonds par des indicateurs d'impact

NB : Cela dépend de la nature des critères d'impact et, donc, de la disponibilité des données. Actuellement, moins de 20% de fonds labellisés étudiés par Ethifinance publient des critères spécifiques à l'impact (vs simple reprise des critères de notation ESG). Par ailleurs, plus de moitié des fonds ne précisent pas la couverture en % d'encours par les critères d'impact. – Source : même que ci-dessus.

2. AMELIORER LA TRANSPARENCE SUR LA MESURE D'IMPACT

- Mettre en place l'obligation de transparence sur la méthode d'impact. Cela permettra d'apprécier la pertinence des critères d'impact en relation avec l'objectif et la stratégie du fonds. Cette information est destinée premièrement aux auditeurs et investisseurs professionnels, mais peut être disponible publiquement à tout public.

NB : Ce principe fait partie des exigences du Label TEEC et du Label Allemand FNG. Exemple : Label TEEC, Critère 3.1. « Préciser pour chaque indicateur : couverture en N / %; périmètre; méthode de calcul; difficultés relatives à l'élaboration et au suivi; indicateur complémentaire proposé; évolution sur 3 ans ».

3. ETABLIR LES PRINCIPES D'UNE COMMUNICATION DE L'IMPACT ADAPTEE (NOTAMMENT VIS-A-VIS DU GRAND PUBLIC)

- Le volet d'impact permettant de formuler des critères très concrets de contribution d'un fonds à la transition globale vers le développement durable peut devenir l'un des moyens les plus pertinents de communication avec l'investisseur final grand public qui aujourd'hui ne se retrouve pas dans la terminologie ISR actuelle très technique.

Notre retour d'expérience sur le marché du Label ISR

Concernant les indicateurs d'impact et leur définition :

- L'enjeu majeur aujourd'hui est la disponibilité des données. Le marché de la recherche ESG n'offre des solutions qu'encore très perfectibles, et surtout coûteuses (nécessitant souvent un abonnement supplémentaire au simple achat de notations ESG et / ou associées au développement de méthodologies innovantes de mesure d'impact en interne)
- Il est important de revoir et préciser la valeur des exemples d'indicateurs listés en annexe du cahier des charges. Par exemple, l'auditeur a refusé pour l'un de nos clients un indicateur relatif aux controverses, pourtant utilisé par quelques-uns des fonds déjà labellisés et, surtout, explicitement cité dans le référentiel du Label ISR.

Ces questions dépendent fortement de la définition des critères d'impact à retenir pour le Label ISR (reprise possible des critères de la notation ESG ou développement de critères spécifiques à l'impact complémentaires à la notation ESG).

Concernant le positionnement général du Label ISR :

Le Label ISR joue un rôle essentiel dans le développement de l'ISR. Il contribue à la lutte contre l'« ISR-washing » mais aussi à la stimulation du marché. Malgré son succès incontestable, nous observons des barrières à l'entrée qui risquent de contraindre le Label ISR dans l'atteinte de ses objectifs :

- Taille de capitalisation des entreprises investies : l'exigence de couverture ESG de 90% (Pilier III, 3.1.b) reflète la réalité du marché de la notation ESG traditionnellement focalisée sur les Large Caps et, ainsi, défavorisant les Small & Mid Caps (leur couverture est plus qu'imparfaite actuellement).
- Style de gestion : le Label ISR défend une gestion ISR de type best-in-class / best-in-univers. Le pilier III (et les deux options prévues en 3.1.c) exclut en effet les stratégies alternatives (par exemple, best-effort ou celles basées sur les exclusions massives normatives et / ou sectorielles).
- Taille et Qualification ISR de la société de gestion (yc taille du fonds) : la mise en conformité avec l'ensemble des exigences du Label ISR nécessite des ressources financières et humaines au coût potentiellement difficile à assumer pour les sociétés de gestion de taille modeste ou les sociétés de gestion en transition vers l'ISR qui changent profondément leur fonctionnement et stratégie de gestion.

PRINCIPE GENERAL

Attention à ne pas exiger d'objectifs chiffrés a priori car on s'approche alors des fonds à impact et non plus simplement des fonds ISR. Exiger une différence au regard d'un benchmark, pas forcément une progression year on year.

Et si on veut des mesures d'impacts pertinentes et simples, il nous semble qu'il faudrait :

- Demander de sélectionner un indicateur sur au moins 2 des 4 facteurs (ESG, DH)
- Ne pas demander une couverture complète mais sectorielle (par ex accidents du travail sur les secteurs industriels) et donc renoncer au taux de couverture du portefeuille au profit de la pertinence
- Demander de la transparence sur le choix de l'indicateur d'impact et sa méthode de calcul

Renoncer à vouloir comparer des fonds sur ce thème-là.

PRINCIPE GENERAL

Réflexion sur la base de comparaison pertinente, utilisée pour juger du positionnement social ou environnemental d'un fonds : l'utilisation d'indices de référence créés dans une optique de référentiel pour évaluer une performance purement financière est-elle vraiment pertinente ?
Comment créer des comparables permettant de véritablement juger de la pertinence des résultats sociaux et environnementaux obtenus par une entreprise, en fonction de pairs industriels dont la réalité industrielle soit socialement ou environnementalement comparable ?

EXEMPLE

Pour juger de la qualité d'un KPI d'accidentologie, ne doit-on pas se référer à des moyennes sectorielles comme base de comparaison, puis agréger les écarts au niveau d'un portefeuille ?

PRINCIPE GENERAL

Mesurer l'alignement d'un portefeuille vis-à-vis des ODD – l'impact positif mesuré en termes de chiffre d'affaire généré par des produits et services apportant des solutions a le mérite d'être une approche transparente et facile à comprendre. Au niveau de chaque ODD, on peut par ailleurs mesurer les externalités négatives (tabac, charbon etc., controverses), et aussi la façon dont les entreprises sont de bons "stewards" (gestion des impacts positifs ou négatifs) qui peut donner une indication de l'intentionnalité de l'entreprise – selon nous ce type d'approche ne devrait pas être agrégé à travers les 17 ODD – le signal serait dilué et difficile à comprendre (risque d'impact washing).

DETAIL TECHNIQUE, EXEMPLE, SOURCE...

Un certain nombre d'indicateurs quantitatifs pour mesurer l'impact positif opérationnel (émissions, consommation d'eau, diversité etc.) peuvent aussi être intéressants mais il faut s'assurer d'une standardisation dans la manière dont ils sont définis pour qu'ils soient comparables.

En PJ un exemple d'analyse de portefeuille que nous produisons de manière standard – à noter que nous avons une réflexion en cours pour aller au-delà de l'analyse par revenu que nous pourrions partager en septembre.

1. PRÉCISER LES ATTENTES EN MATIÈRE D'IMPACT DANS LE RÉFÉRENTIEL DU LABEL ISR

Principe général : à ce jour, le référentiel du label ISR mentionne la notion d'impact à plusieurs reprises au niveau du critère 6 et de l'annexe afférente. La formulation actuelle laisse à penser qu'il s'agit de mesurer l'impact de la gestion ESG à travers la mise en évidence des performances ESG et de droits humains des émetteurs sous-jacents.

Si cela est bien le cas, l'utilisation de la notion d'impact telle qu'employée dans le référentiel actuel est très éloignée de la notion de mesure d'impact telle qu'utilisée depuis plusieurs dizaines d'années par les acteurs publics et privés de l'« impact investing » (cf. slide suivante).

Il conviendrait donc de repréciser ce qu'il est attendu dans le cadre des reportings des fonds labellisés ISR et de modifier le critère 6 et l'annexe correspondante en cohérence avec ce qui est attendu.

Détail technique, exemple, source : référentiel du label ISR.

2. DÉFINIR LA NOTION D'IMPACT DANS LE RAPPORT DU GROUPE DE TRAVAIL POUR ÉVITER « L'IMPACT WASHING »

Principe général : à ce jour, la notion d'impact, telle qu'utilisée par les acteurs historiques de l'« impact investing », n'est pas clairement définie au sein de l'écosystème ISR français. Afin de clarifier les termes et de prévenir l'« impact washing », il conviendrait de préciser les définitions dans le rapport du groupe de travail.

Les acteurs historiques de l'« impact investing » distinguent le plus souvent trois catégories d'indicateurs : les indicateurs de moyens/de suivi, les indicateurs de résultats ou de performance et les indicateurs d'impacts.

Détail technique, exemple, source : voici plusieurs sources à titre d'exemples

- Définition de l'impact : Effets à long terme, positifs et négatifs, primaires et secondaires, induits par une [intervention], directement ou non, intentionnellement ou non. (Glossaire OCDE, 2002)
- Impact Management Project : <http://www.impactmanagementproject.com/>

- Présentation de Quadrant Conseil : <https://www.quadrant-conseil.fr/ressources/evaluation-impact.php#/7> ;
- Guide de l'IFC pour la mesure de l'impact des programmes financés : https://commdev.org/userfiles/files/1636_file_GuideforIndicatorsdec05.pdf
- Sources identifiées par le groupe de travail

3. NE PAS SE LIMITER AUX INDICATEURS ACTUELLEMENT DISPONIBLES ET PRENDRE EN COMPTE LES IMPACTS POSITIFS ET NEGATIFS

Principe général : si l'objectif des fonds labellisés ISR est clarifié afin de promouvoir l'impact (au sens des acteurs historiques de l'« impact investing »), l'annexe pourrait détailler des exemples d'indicateurs en fonction de leur nature (suivi / résultat / impact) ; il conviendra également de distinguer la nature de l'impact (environnemental, social, sociétal, ...) et de proposer des outils de mesure qui prennent en compte tant les impacts positifs que les impacts négatifs ; il paraît important de ne pas se limiter aux indicateurs les plus disponibles actuellement que ce soit dans les publications des émetteurs ou dans les bases de données.

Mettre en avant des bonnes pratiques ou des indicateurs idéaux dans le référentiel du label ISR permettrait à la communauté des investisseurs de promouvoir un message cohérent auprès des émetteurs en vue de progresser ensemble dans la contribution au développement durable.

Détail technique, exemple, source : Cf. les travaux de l'investors leaders group présentés par Mirova ; Bridges ventures ; Impact Management Project (<http://www.impactmanagementproject.com/>)

4. PUBLIER DES REPORTINGS PERTINENTS POUR L'EPARGNANT FINAL

Principe général : s'il s'agit de rendre compte de la promesse ISR donnée à l'épargnant final à travers le label, il serait pertinent d'assurer la lisibilité des indicateurs auprès de celui-ci et d'exiger clairement que les indicateurs soient publiés.

De plus, il pourrait être intéressant de proposer des indicateurs spécifiques à chaque activité / émetteur, parfois plus lisibles que des indicateurs agrégés à l'échelle d'un portefeuille.

Détail technique, exemple, source : pour des exemples de reporting, consulter les reportings de performance ESG des fonds Sycomore AM labellisés ISR : https://www.sycomore-am.com/5b1fd520-Sycomore_AM_Reporting_Performance_ESG_2017_Fonds_ISR.PDF

5. ADAPTER L'EXIGENCE EN MATIERE DE REPORTING EN FONCTION DE L'OBJECTIF RECHERCHE PAR LES FONDS POUR PERMETTRE UNE GRADATION DU LABEL ISR

Principe général : Tous les fonds labellisés ISR n'ont pas le même objectif en matière d'impact notamment. Dans le cadre des reportings des fonds labellisés ISR, il serait intéressant de proposer des natures d'indicateurs différentes selon les objectifs des fonds : est-il pertinent d'exiger des indicateurs d'impact pour des fonds qui ne recherchent pas l'impact ? quels sont les objectifs recherchés par les indicateurs ?

Un label gradué en fonction de l'impact recherché et effectif permettrait de valoriser les différentes démarches et d'assurer plus de lisibilité pour l'épargnant final.

CHAPITRE 4. PROPOSITIONS DU COMITE SCIENTIFIQUE DU LABEL ISR (DIANE-LAURE ARJALIES, PIERRE CHOLLET, PATRICIA CRIFO, NICOLAS MOTTIS)

Le label ISR constitue une aide précieuse pour les clients individuels souhaitant investir dans des placements responsables et durables. Créé et soutenu par le Ministère de l'Économie et des Finances, le label a pour objectif de rendre plus visibles et compréhensibles les produits d'investissement socialement responsables (ISR) pour les épargnants, en France et en Europe.

L'ISR est un placement qui vise à concilier performance économique et impact social et environnemental, en finançant les entreprises qui contribuent à un développement durable dans tous les secteurs d'activité. Le label ISR, attribué au terme d'un processus strict de labellisation mené par des organismes indépendants, constitue un repère unique pour les épargnants souhaitant participer à une économie plus durable.

La mesure d'impact est sujette à de nombreuses interprétations, qui peuvent être sources de confusion pour les utilisateurs du label ISR. Il est donc essentiel que cette dernière soit clarifiée et expliquée en termes simples pour le grand public.

Avant d'en venir aux propositions d'action concernant la mesure d'impact, il convient de souligner les lignes directrices qui les sous-tendent.

La mesure d'impact du label ISR doit contribuer à **différents objectifs**, dont les trois principaux sont :

- Offrir davantage de transparence sur les caractéristiques des fonds labellisés.
- S'assurer que l'impact revendiqué par les fonds labellisés soit étayé et justifié.
- Contribuer à faire du label français une référence internationale dans le domaine de l'ISR.

Comme cela a été démontré dans de nombreux autres champs techniques ou économiques, la pertinence et l'efficacité de la mesure d'impact suggérée dépendra dans une large mesure de la **qualité de son processus de gouvernance**. S'il est essentiel que la mesure d'impact retenue par le Comité du Label ISR soit adaptée aux besoins et contraintes des fonds ISR aujourd'hui sur le marché, il est également important qu'elle puisse évoluer dans le temps. Cette évolution devra permettre l'intégration de nouvelles mesures d'impact et être applicable aux différents types de

fonds et de produits ISR couvrant différentes classes d'actifs (ex : *small & midcaps*, émetteurs non côtés, capital-investissement, immobilier, dette souveraine, *high yield*, etc.).

Ces lignes directrices peuvent se décliner en quatre propositions d'action qui nous semblent prioritaires, réalistes et capables de mobiliser l'ensemble de la communauté financière. Elles sont résumées ci-dessous.

PROPOSITION 1 – DEFINIR LA NOTION D'IMPACT EN S'APPUYANT SUR UN REFERENTIEL EXPLICITE ET DES DONNEES DISPONIBLES

Évaluer l'impact d'un fonds ISR signifie estimer la contribution de ce dernier au financement d'activités participant au développement durable. Cette évaluation pourra se faire au travers de quatre principaux mécanismes :

1. Objectifs poursuivis : Il est tout d'abord essentiel que **tout fonds labellisé ISR explique à l'épargnant les objectifs qu'il poursuit et la façon dont cette poursuite contribue au financement d'un développement durable.**
2. Deux niveaux d'indicateurs : Nous proposons ensuite que **l'évaluation de cette contribution englobe deux niveaux d'indicateurs : un niveau transversal et un niveau spécifique.** Le niveau transversal s'appuiera sur des **initiatives mondiales partagées – par exemple les Objectifs de Développement Durable** (voir Annexe 4) - et devra permettre une comparaison entre les différents fonds labellisés. Le niveau spécifique pourra mobiliser des **référentiels sectoriels et thématiques, nationaux ou internationaux** et permettra aux fonds de s'adapter à leurs processus d'investissements particuliers.
3. Explication de la relation causale : Il est important que le fonds décrive, en termes simples et compréhensibles pour l'épargnant individuel, **pourquoi et comment chaque indicateur contribue à évaluer l'impact (positif et négatif) du fonds.** Le fonds devra également expliciter les **potentielles limites des indicateurs choisis.** Le fonds ISR sera encouragé à aider l'épargnant à comprendre les enjeux liés au financement d'un développement durable.
4. Nombre limité d'indicateurs : Le **nombre total d'indicateurs devra être limité** afin que la mesure d'impact soit facilement accessible au grand public, par exemple cinq indicateurs transversaux, et cinq indicateurs spécifiques. Ces indicateurs pourront s'appuyer sur des **mesures quantitatives et/ou qualitatives.**

La définition exacte des indicateurs transversaux et spécifiques devra faire l'objet d'un travail au sein du Comité du Label ISR.

Nous suggérons de laisser une certaine latitude aux fonds dans le choix des indicateurs, au sein d'une liste qui sera retenue par le Comité du Label ISR, et ce, afin de tenir compte des spécificités des fonds en termes d'objectifs, de classe d'actifs et de stratégie d'investissement. **Cette liste sera publique et s'appuiera, autant que possible, sur des référentiels nationaux et internationaux reconnus.** Nous fournissons en Annexe 5 une liste d'indicateurs potentiels à titre indicatif.

PROPOSITION 2 – EVALUER LES MESURES D'IMPACT EMPLOYEES PAR LES FONDS LABELLISES DE MANIERE ANNUELLE

Nous proposons que le **Comité du Label ISR évalue chaque année les mesures d'impact et leur mise en place par les fonds labellisés.** Cette évaluation se fera sur la base d'un retour d'expérience de la part des utilisateurs du label ISR, des auditeurs de ce dernier, ainsi que de l'état de l'art sur le sujet au niveau international.

Cette évaluation annuelle a pour but de garantir le sérieux des mesures d'impact mises en place et de rendre compte de manière régulière de l'évolution de ces dernières. Cette évaluation pourra faire **l'objet d'un rapport annuel, mis à la disposition de tous sur le site internet du label ISR,** qui comportera une **description des indicateurs d'impact effectivement utilisés par les fonds labellisés.**

Pour s'assurer de la dimension causale de l'impact, le fonds sera encouragé à s'appuyer sur des **études académiques et/ou des experts reconnus afin de démontrer comment et pourquoi l'indicateur permet de mesurer la contribution à l'objectif affiché par le fonds.**

PROPOSITION 3 – RENDRE PUBLIQUE L'EVALUATION DE L'IMPACT DES FONDS LABELLISES

Nous proposons que **l'évaluation de l'impact des fonds labellisés soit rendue publique afin de construire la crédibilité du label vis-à-vis de ses utilisateurs et du grand public.** Cet accès doit être simple et facilement accessible aux épargnants.

Une meilleure communication et une plus grande transparence sur le contenu et le fonctionnement du label sont déterminantes pour son succès à long terme. Elles sont non

seulement sources de progrès au travers d'une montée en compétence des acteurs de la place, mais aussi de protection contre d'éventuelles accusations « d'ISR washing ».

PROPOSITION 4 – REVISER A UNE ECHEANCE PLURIANNUELLE LES INDICATEURS D'IMPACTS

Nous proposons que la **méthodologie d'évaluation d'impact soit révisée de manière systématique à un horizon pluriannuel (3 ans)** pour permettre d'identifier les domaines d'amélioration possible et de mettre en œuvre cette amélioration.

A la prochaine évaluation, lorsque ces questions d'impact auront fait l'objet d'une plus grande appropriation par les acteurs concernés, le label ISR pourra apposer un **code visuel sur chaque fonds** (ex : couleur, étoiles, lettres, etc.) pour évaluer et communiquer à l'épargnant le niveau d'impact de chaque fonds labellisé (évaluation globale et pour chacun des indicateurs). Un système de rating de ce type contribuera à mieux informer les épargnants sur la nature de leurs choix.

CHAPITRE 5. REMARQUES REÇUES SUR LE RAPPORT ET LES PROPOSITIONS DU COMITE SCIENTIFIQUE DU LABEL ISR

Ce chapitre reproduit les quelques remarques reçues suite à la diffusion de ce rapport aux membres du GTI. Cela comprend à la fois des avis sur les propositions des membres du Comité Scientifique ou le reste du rapport et des suggestions d'amélioration ou de questions à traiter. Ces éléments sont avant tout destinés à enrichir la discussion du rapport avec le Comité du label lui-même.

Aurélié BAUDHUIN, Responsable de la Recherche ISR, Meeschaert

Merci pour ce document très riche. Voici nos remarques concernant les recommandations du Comité scientifique.

Remarques liées au Rapport GTI

- Il est important que chaque indicateur utilisé par une société de gestion fasse l'objet d'une note méthodologique qui l'accompagne. Elle permettra de contextualiser et d'expliquer cet indicateur (exemple : décision de se focaliser sur certains indicateurs spécifiques pour des secteurs d'activité), ses limites, les données utilisées et le taux de couverture du portefeuille.
- Préalablement aux indicateurs d'impact ESG, il est utile d'évaluer l'exposition du portefeuille aux risques ESG associés. Cette description des expositions (telles que sectorielles et géographiques) permet d'appréhender les niveaux de risques ESG, et ainsi de justifier de la pertinence des indicateurs sélectionnés.
- Il serait nécessaire de dissocier les indicateurs d'impact évaluant la gouvernance des entreprises dans lesquels le fonds est investi (tels que la mixité du Comex, l'indépendance du conseil, etc...), avec les informations relevant du fonds lui-même (transparence sur la composition des fonds et mécanismes d'investissements utilisés, transparence sur la valeur ajoutée créée par le fonds, engagement actionnarial et activités de place s'appliquant au fonds) [Annexe 5 p118].

- L'énumération, au sein d'une même catégorie, d'indicateurs portant à la fois sur la gouvernance des entreprises investies, et sur les caractéristiques du fonds, risque de créer une incompréhension voire un amalgame entre deux notions différentes.
- Suite aux recommandations de ce rapport, il serait opportun de faire émerger une initiative de place en vue de la constitution de référentiels communs, et de bases de données portant notamment sur les performances sociales et de respect des droits humaines des entreprises. Une forme de « Social disclosure project ».
- La recommandation de mettre en place un système de ranking des fonds, basé sur les résultats de leurs indicateurs d'impact, semble difficile à mettre en œuvre, et risque d'apporter une information erronée aux épargnants. On peut évaluer le niveau de transparence et la richesse des indicateurs d'impact communiqués, mais comment comparer sur une même grille d'analyse des fonds aux expositions sectorielles et géographiques très différentes ?

Luisa FLOREZ, Responsable Analyse ISR, LBPAM

Merci pour ce document riche et structurant. Nous vous faisons part de nos questions sur le sujet.

- Sur la revue de la littérature, Nous avons des interrogations sur les questions suivantes :
 - o Quelles initiatives/tentatives de mesure pour décliner cette notion d'impact dans les classes d'actifs concernées par le label, tels les actions et les obligations? Par exemple, est-ce que la littérature académique valide le lien entre impact et politique de vote et engagement?
 - o Quels résultats/études académiques existent sur le lien entre les indicateurs choisis aujourd'hui et le lien avec la gestion de portefeuille? Exemple: comment les émissions de CO2 sont un indicateur pertinent ou pas pour sélectionner une entreprise en portefeuille?
- Sur la structure du document,
 - o Comment la révision de la littérature, le questionnaire ainsi que les suggestions ont conduit à structurer la proposition 1?
- Sur les propositions,
 - o Qu'entend-on par des indicateurs sectoriels?

Jean-Philippe LIARD, Délégué fédéral, CFDT

J'ai lu avec intérêt ce projet de texte.

Dans l'historique il manque l'évocation du label NOVETHIC et de l'existence de du fonds commun de placement insertion emploi (FCPIE): création en 1994, déclinaison grand public (distribution Caisse d'épargne, par des commerciaux qui ne connaissaient ce fonds) et épargne salariale. Gestion d'origine IXIS (Patrick SAVADOUX, aujourd'hui chez Mandarine), désormais géré par MIROVA.

Un document riche. Les propositions sont utiles. J'espère que le comité s'en saisira.

Alice-Mary MEGGS, Analyste, Groupama AM

Tout d'abord, merci pour cet impressionnant travail qui contextualise bien et agrège fidèlement tout ce qui s'est dit lors du groupe de travail impact.

Ayant suivi l'ensemble des débats, voici le fruit de mes commentaires :

1. Le chapitre 1 est dense, mais libre à chacun j'imagine d'aller piocher dans les sous-parties qui l'intéressent avec la très utile table des matières !
2. De manière générale, les conclusions de chapitres sont de très efficaces exercices de synthèse.
3. Je déplore un peu que vos recommandations ne soient pas assez mises en avant/valeur, notamment du fait qu'elles arrivent après les suggestions de 5 membres du groupe qui sont reprises in extenso.
4. Il ne me semble pas avoir vu le tableau de synthèse présenté par l'AFG en 3e séance, dans la "liste des documents partagés" en séance. (Groupama AM avait notamment fait remonter ses pratiques par le biais de cette consultation de l'AFG).
5. Sur le fonds de vos recommandations :
 - Proposition 1: très concrète et utile, elle permettra à chacun de structurer sa démarche selon l'objectif de son fonds, l'adéquation entre promesse du fonds et indicateurs pertinents étant vraiment essentielle, au-delà du cahier des charges du Label.
 - Proposition 2 : chaque année semble être un exercice courageux, mais sera éminemment utile !
 - Proposition 3 : au moyen d'un site dédié ? enrichi par qui ? étant donné les différents labelisateurs cela nécessitera un travail d'harmonisation du format.

- Proposition 4 : semble indispensable vue l'évolution constante de la matière !

**Liudmila Strakodonskaya, Doctorante au Centre de Recherche en Economie et Droit (CRED),
Université Paris 2 Panthéon-Assas**

Point 1 relatif à la vision générale de l'ISR

Position du Comité :

Définition de l'ISR proposée par le Comité scientifique : « ISR est un placement qui vise à concilier performance économique et impact S & E en finançant les entreprises qui contribuent à un développement durable dans tous les secteurs d'activités ».

Difficultés :

La définition de l'ISR dictera la définition des objectifs et, donc, des critères d'impacts pour les fonds. Il est nécessaire de comprendre ce qu'on attend de l'ISR dans le cadre du Label ISR : garder l'approche initiale de sélection des entreprises « respectueuses » OU intégrer la notion de « contribution au développement durable ». Si un référentiel de critères d'impact est créé, il est important que les critères retenus soient en accord avec les définitions.

Suggestions :

- Adopter les définitions claires et interconnectées : ISR, objectifs, impacts.
- SI l'ISR = placement qui vise à financer les entreprises respectueuses du point de vue de l'ESG, alors des objectifs des fonds peuvent être associés à une sélection des entreprises à des caractéristiques ESG spécifiques. Par exemple, la sélection des entreprises avancées en matière de l'égalité homme-femme correspondra à un objectif de financement des entreprises avancées dans cette thématique. Cet objectif dictera ensuite le choix des indicateurs d'« impact » (par exemple, le nombre de femmes parmi les membres exécutifs, etc.)
- SI l'ISR = placement qui vise à financer les entreprises qui contribuent au développement durable, alors des objectifs seront différents et, par conséquent, des indicateurs d'impact aussi. Par exemple, l'objectif de contribuer à la lutte contre le changement climatique pourra se manifester à travers un critère d'impact comme le volume des émissions évitées ou autres.

- Il est donc important d'être précis sur ce qu'on attend de l'ISR et quel impact on souhaite y associer dans le cadre du Label ISR.

Point 2 relatif à la Proposition N°1

Position du Comité :

Définition des critères d'impact à travers un référentiel explicite.

Difficultés :

Le champ de la notion d'impact est en train de se construire. Le concept ainsi que des définitions, des méthodologies et des critères potentiels évoluent. Dans ce contexte mouvant, il ne paraît pas efficient de proposer un référentiel concret dû aux coûts et aux besoins en matière de fréquence de sa mise à jour. La création d'une « taxonomie » des critères d'impact peut s'avérer un exercice lourd.

Suggestions :

- La production d'une règle générale qui donnera une vision de ce qui est considéré comme un critère d'impact pourrait être perçue en tant qu'alternative à la construction d'une « taxonomie » des critères.
- En partant de la définition de l'ISR proposée par le Comité scientifique : « ISR est un placement qui vise à financer les entreprises qui contribuent à un développement durable », qui met en avant la notion de contribution, il est possible de formuler une règle générale (définition générale) des critères d'impact.
- A titre d'exemple on peut définir des critères d'impact comme des indicateurs de contribution d'une entreprise au bien-être de ses parties prenantes, y compris le capital naturel. (Cela dépendra des définitions de l'ISR et d'impact éventuellement retenues dans le cadre du Label ISR).

Point 3 relatif à la Proposition N°1

Position du Comité :

Deux niveaux d'indicateurs : un niveau transversal et un niveau spécifique. Nombre d'indicateurs : cinq indicateurs transversaux et cinq indicateurs spécifiques.

Difficultés :

La distinction entre les niveaux d'indicateurs (aussi bien qu'un nombre étendu de critères) pourrait compliquer l'exercice ainsi que la communication sur les impacts auprès de l'épargnant. Le nombre proposé à titre d'exemple (5x2 critères) semble toujours trop important.

Suggestions :

Limiter davantage le nombre de critères sans distinction entre les niveaux de critères.

- Les critères du niveau transversal sont censés d'assurer la comparabilité entre les fonds labellisés. L'objectif de comparabilité est important, mais il peut être réalisé également à travers un travail d'analyse des fonds par le Comité du Label dans le cadre du processus annuel d'évaluation les mesures d'impact employées par les fonds labellisés (Proposition N° 2 du Comité scientifique).
- Par exemple, le Comité du label ISR pourrait, dans le cadre de cette exercice, classer les critères d'impact utilisés par les fonds et les remettre dans un cadre général comme les ODD. Les ODD représentent un cadre assez large pour pouvoir rassembler des indicateurs utilisés par les fonds labellisés. D'ailleurs, les critères d'impact utilisés par les fonds regroupés par ODD pourraient ensuite être publiés sur le site du label ISR. Il est même possible de proposer ensuite aux citoyens et/ou aux professionnels du marché de choisir annuellement le meilleur indicateur d'impact par ODD à travers un dispositif de vote sur le site du label ISR.
- De l'autre côté, à travers la classification de ses critères d'impact, chaque fonds pourrait se voir attribuer un ou plusieurs des ODD.

Point 4 relatif à la Proposition N°4

Position du Comité :

La révision systématique de la méthodologie d'évaluation d'impact à un horizon pluriannuel (3 ans). A la prochaine évaluation apposer un code visuel (couleurs, étoiles, lettres, etc.) sur chaque fonds pour communiquer le niveau d'impact (globalement et pour chaque indicateur) en format de rating.

Difficultés :

Les révisions des méthodologies par des sociétés de gestion différentes peuvent donner des résultats incomparables (cela dépend de la nature des indicateurs choisis, de la disponibilité des

données, de la complexité de la méthodologie, etc.). D'ailleurs, quels seraient les critères de ce rating ?

En matière de la communication face à l'épargnant, il peut s'avérer difficile d'expliquer des niveaux différents d'impact des fonds qui ont tous le même Label ISR. Il est important d'assurer une communication simple et claire.

Suggestions :

- L'objectif du Label ISR est d'assurer un niveau d'exigences en matière du processus ISR afin de rassurer l'épargnant et éviter l'information trompeuse (« green-washing »). Donc, il est important de vérifier que tous les fonds qui ont des méthodologies d'impact variées atteignent un certain niveau de qualité en la matière.
- Il est donc possible de définir les exigences du Label ISR concernant des méthodologies d'impact (périmètre, couverture, qualité des données, transparence, etc.) et de permettre une mise en conformité progressive de la méthodologie d'impact du fonds avec les exigences du Label ISR.
- Par exemple, un fonds pourrait décrocher son premier label en ne respectant qu'une partie des exigences du Label ISR en matière des critères et de la méthodologie d'impact, mais en s'engageant à progresser sur ce volet vers 100% de conformité pendant la durée de vie du label (3 ans). D'ailleurs, les options de progression sont déjà prévues dans le référentiel du Label ISR, notamment pour le respect des normes quantitatives (par exemple, la progression vers l'objectif de couverture de 90% du fonds en recherche ESG).
- Si, ensuite, les engagements ne sont pas respectés, le label pourrait être retiré et la prochaine demande ne pourrait être faite par la société de gestion que dans les 12 mois suite à la perte du label (conditions actuelles du Label ISR pour d'autres types de critères) et directement au niveau le plus strict (100% conformité). Donc, une seule possibilité de progression est disponible pour chaque fonds. Il est même possible d'associer à ce processus le mécanisme « Name & Shame » : les fonds qui ne respectent pas leurs engagements pourraient être nommés publiquement sur le site du label ISR.

Commentaire supplémentaire relatif au référentiel global du Label ISR

- Par ailleurs, un autre principe pourrait être appliqué afin d'adapter le Label ISR aux styles de gestion autres que « best-in-class ».

- Il est envisageable de créer une spécification technique (comme c'est le cas aujourd'hui dans le référentiel du Label ISR pour l'utilisation des dérivés) en annexe du cahier des charges du Label ISR qui précisera dans quelle mesure les normes quantitatives prévues par le Label ISR actuel s'appliqueront dans le cadre d'une stratégie ISR alternative à « best-in-class », à savoir « best-effort », exclusions massives, intégration ESG dans l'analyse fondamentale, etc.
- Par exemple, pour des exclusions massives (où la réduction de l'univers est déjà importante) il est possible d'exiger une démonstration que l'exclusion est véritablement massive pour que la norme quantitative (suppression de 20% des moins bien notés) ne s'applique pas ou s'applique de manière allégée, etc.

CONCLUSION

L'objectif premier visé par le label ISR, créé et soutenu par le Ministère de l'Économie et des Finances, est de permettre aux épargnants en France et en Europe de choisir des placements responsables et durables, en leur assurant que leur placement, qui vise à concilier performance économique et impact social et environnemental, finance des entreprises qui contribuent effectivement au développement durable dans tous les secteurs d'activité.

Le défi majeur auquel est confronté ce label après deux années d'existence est de démontrer son impact sur le financement d'activités contribuant à une économie réelle et soutenable, au service de tous les citoyens, une question fondamentale pour toutes les parties prenantes.

A l'issue de ce travail, qui s'appuie notamment sur une revue de littérature large sur la question de l'impact, une enquête ouverte par questionnaire, l'audition d'un certain nombre d'acteurs français et internationaux, et un appel à propositions, les membres du comité scientifique du label ISR, auteurs de ce rapport, sont parvenus aux constats suivants :

- **La notion d'impact doit être définie précisément avec des indicateurs partagés, tant transversaux que spécifiques (sectoriels...).**
- **Cette étude plaide ainsi pour la mise en place d'une véritable mesure d'impact en lien notamment avec les Objectifs de Développement Durable (ODD), adossée à une évaluation périodique, pluriannuelle.**
- **Cette mesure doit avant tout permettre de répondre aux attentes de la société civile et d'élever le niveau de la confiance entre l'ensemble des acteurs constituant notre société et qui sont des parties prenantes du label ISR.**

REMERCIEMENTS

Nous tenons à remercier tout spécialement Vincent Bouchet, doctorant au Centre de Recherche en Gestion, I3 à l'École Polytechnique, sous la direction de Nicolas Mottis et Patricia Crifo, et en contrat Cifre à la Caisse des Dépôts et Consignations pour sa contribution à l'essentiel de la rédaction du chapitre 1 de ce rapport, et dont les remarques ont permis d'améliorer substantiellement le document final.

Nous remercions grandement Jean-Baptiste Bernard (Trésor) pour sa participation au Groupe de Travail Impact et pour les moyens mis à disposition du groupe pour l'organisation des réunions.

Nous remercions tous les participants qui nous ont transmis leurs suggestions figurant dans le chapitre 3 et leurs avis reproduits dans le chapitre 5 de cette étude.

Nous remercions enfin tous les participants au groupe de travail impact, dont la liste figure en annexe 2, pour leur assiduité et leur contribution à ce travail important et, nous l'espérons, utile pour l'avenir du label.

ANNEXES

ANNEXE 1. LE LABEL ISR

Le Label ISR s'appuie sur un décret et un arrêté, publiés en janvier 2016, qui actent la création du Label et définissent son cahier des charges et ses modalités de contrôle.

Les pouvoirs publics sont propriétaires du label (marque, règlement d'usage, référentiel) et homologuent les propositions d'évolution du label formulées par le Comité du Label.

Le Comité du Label ISR définit les grandes orientations en matière d'animation de l'ensemble du dispositif et propose des évolutions du cahier des charges du label aux pouvoirs publics. Il veille au bon fonctionnement du processus de labellisation et à son évolution.

Le Ministère de l'Économie et des Finances participe au comité en tant qu'observateur, qui est constitué de représentants de toutes les parties prenantes, y compris des représentants des associations de consommateurs.

Le Comité du label et les pouvoirs publics ne délivrent pas eux-mêmes le label : c'est le rôle du labellisateur.

L'audit de labellisation des fonds est ainsi assuré par des organismes tiers indépendants accrédités par le COFRAC, organisme parapublic qui s'assure de la qualité des labellisateurs.

Ils instruisent, sur la base du cahier des charges du Label, les dossiers de candidature des fonds à la labellisation transmis par les sociétés de gestion et attribuent, ou non, le label, en toute indépendance. Ils réalisent un bilan annuel des labellisations et suggèrent les éventuelles évolutions techniques à apporter.

À ce jour, seul Afnor Certification est accrédité par le Cofrac. Un second organisme, EY France, est en cours de processus. Cela signifie qu'il n'est pas encore accrédité, mais il peut tout de même délivrer le label ISR.

Enfin un comité de promotion du Label a été désigné par le Ministère de l'Économie et des Finances. Il est constitué de représentants de l'Association Française de la Gestion financière (AFG), du Forum pour l'Investissement Responsable (FIR) et de la Direction Générale du Trésor.

Les membres des comités sont nommés *intuitu personae*.

Le Comité du Label ISR est composé de :

- Nicole Notat : Présidente du comité du label ISR, Présidente de VigeoEiris
- Trois personnalités désignées en raison de leurs compétences en matière d'épargne salariale ou de finance d'entreprise :
 - o Jean-Philippe Liard : Délégué fédéral à l'épargne salariale, épargne retraite, ISR au sein de la CFDT de la chimie et de l'énergie
 - o Éric Molinié : co-rédacteur du rapport interministériel sur le renforcement de la RSE, Président de la Commission éthique et déontologie du groupe EDF
 - o Geoffroy de Vienne : Membre du Comité Intersyndical de l'Épargne Salariale
- Trois personnalités désignées en raison de leurs compétences en matière de gestion d'actifs pour compte de tiers :
 - o Aurélie Baudhuin : Responsable de la Recherche ISR, MeeschaertAsset Management
 - o Thierry Bogaty : Directeur d'Amundi Expertise ISR
 - o Hervé Guez : Directeur Recherche investissement responsable et Gestion sociale et solidaire, Mirova
- Trois personnalités désignées en raison de leur expérience académique, associative ou professionnelle en matière de placements financiers, ou de défense des consommateurs et épargnants :
 - o Patricia Crifo : Professeur à l'Université Paris Nanterre et à l'École Polytechnique
 - o Guillaume Prache : Directeur général de l'association européenne Better Finance
 - o Stéphanie Truquin : Économiste à l'Institut National de la Consommation
- Trois personnalités désignées en raison de leurs compétences en matière d'investissement institutionnel ou de distribution de produits d'épargne :
 - o Dorothée de Kermadec-Courson : Présidente de la Commission du développement durable de la Fédération Française de l'Assurance et Directrice Développement Durable de CNP Assurances
 - o Anne de Lanversin : Directeur commercial et Solutions financières d'AXA Epargne Retraite Entreprise
 - o Raphaèle Leroy : Responsable RSE et Entrepreneuriat social du groupe BNP Paribas

Le Comité Scientifique du Label ISR est composé de :

- Diane-Laure Arjaliès : Professeure adjointe à l'Ivey Business School (Canada)
- Pierre Chollet : Professeur à l'Université de Montpellier
- Patricia Crifo : Professeure à l'Université Paris Nanterre, l'École Polytechnique et Cirano (Canada)
- Nicolas Mottis : Professeur à l'École polytechnique

Source : www.lelabelisr.fr

ANNEXE 2. LISTE DES PARTICIPANTS AUX DIFFERENTES REUNIONS DU GTI

| Nom | Prénom | Institution | 30 Janvier | 5 Mars | 2 Mai | 19 Juin |
|-------------------|---------------|--|---------------|-----------|----------|------------|
| Arjaliès | Diane-Laure | Ivey Business School, Western University | X | X | X | |
| Atondeh | Laura | OFI AM | | X | | |
| Autant | Jean-Louis | Groupama AM | X | X | X | X |
| Baudhuin | Aurélie | Meeschaert AM | X | X | X | X |
| Becquet | Pauline | FFA | | | | X |
| Beral | Emilie | Vigeo Eiris | | | | X |
| Bernard | Jean-Baptiste | DG TRESOR | | | X | X |
| Bihourn-Frezal | Florence | Vigeo Eiris | | | | X |
| Bouchet | Vincent | Caisse des dépôts | X | X | X | X |
| Bouchriha | Marouane | EdR AM | X | X | | |
| Bourassi | Mélissa | Allianz GI | X | X | X | X |
| Brenet | Candice | ARDIAN | | | | X |
| Chaves d'Oliveira | Claire | A2 Consulting | | | | X |
| Chollet | Pierre | Université Montpellier | X | X | X | X |
| Collias | Marie | La Française | | X | | |
| Cousted | Grégoire | FIR | X | X | | X |
| Crifo | Patricia | U. Paris Nanterre & Ecole Polytechnique | X | X | X | X |
| de Marcillac | Marion | MSCI ESG Research | X | X | X | X |
| de Salins | Antoine | ICARE | | | | X |
| de Vienne | Geoffroy | Éthique et Investissement | X | | X | X |
| Desmartin | Jean-Pierre | EdR AM | | | X | X |
| Dutronc | Perrine | La Française | X | | X | |

| Nom | Prénom | Institution | 30 Janvier | 5 Mars | 2 Mai | 19 Juin |
|----------------|--------------------|----------------------------|---------------|-----------|----------|------------|
| Florez | Luisa | La Banque Postale | | X | X | |
| Garreau | François | Generali | | | | X |
| Haake | Julia | Oekom Research | X | | | |
| Helfre | Jean-Florent | Trucost | X | | X | |
| Hyvernât | Audrey | AFG | | | X | X |
| Impériale | Anne-Claire | Sycomore AM | X | X | X | X |
| Le Berthe | Tegwen | CPR AM | | X | | |
| Léonard | Martine | CM-CIC Asset Management | X | X | X | X |
| Liard | Jean-Philippe | FCE-CFDT | X | X | X | |
| Meggs | Alice-Mary | Groupama AM | X | X | X | X |
| Mottis | Nicolas | École Polytechnique | X | X | X | X |
| Neveux | Guillaume | I CARE | | | | X |
| Peillon | Marie-Pierre | Groupama AM/AFG | | | X | X |
| Peladan | Jean- Guillaume | Sycomore AM | | | X | |
| Perin | Franca | Generali Investement | | | | X |
| Polodna | Thiên-Minh | FIR | X | | | |
| Poulet | Jean-Pierre | Amundi | X | X | X | X |
| Prevost | Stéphane | La Financière | X | | X | |
| Revelli | Christophe | Kedge Business School | | X | | |
| Ritossa | Sabrina | AGI | X | | | |
| Selves | Zoé | LBPAM | | | | X |
| Strakodonskaya | Liudmila | Ethi Finance | X | X | X | X |
| Toupin | Nicolas | BNP Paribas AM | | | X | X |
| Val | Alice | AXA | X | X | | |
| Viallanex | Patrick | A2 Consulting | X | X | X | |

| Nom | Prénom | Institution | 30 Janvier | 5 Mars | 2 Mai | 19 Juin |
|-------|--------|------------------|---------------|-----------|----------|------------|
| Zhang | Sining | I Care & Consult | | X | | |
| | | | 26 | 25 | 27 | 30 |

ANNEXE 3. QUESTIONNAIRE SUR LA MESURE D'IMPACT ISR

Le référentiel du label ISR soutenu par le Ministère de l'Économie et des Finances prévoit une évaluation de l'impact des fonds sur les performances ESG des émetteurs sélectionnés dans les portefeuilles. Cette approche vous paraît-elle adaptée ?

- Oui
 - o Sur une échelle de 1 (pas important du tout) à 10 (indispensable), comment jugez-vous l'importance de la mesure d'impact pour le label ISR ?
- Non
 - o Vous avez répondu "non", quelle approche suggériez-vous ?

PREMIERE PARTIE : QU'EST-CE QUE LA MESURE D'IMPACT ?

1. **Comment définiriez-vous la mesure d'impact ? (En 1 phrase)**
2. **Quelle est la hiérarchie des objectifs pour lesquels vous avez mis en place une mesure d'impact (ou vous souhaiteriez le faire) ?**

Classez par ordre d'importance 1 = objectif le moins important ; 8 = le plus important

- Répondre aux exigences d'un Label ISR
- Auto-évaluation (usage interne)
- Communication vis-à-vis des clients
- Accroître votre avantage concurrentiel
- Montrer la différence entre les fonds ISR et les fonds conventionnels
- Encourager la poursuite des Objectifs du Développement Durable (ODD)
- Mieux identifier les thèmes importants pour inventer l'ISR de demain
- Pertinent pour l'épargnant

3. **Quelle est la hiérarchie des critères que doit/devrait remplir la mesure d'impact ?**

Classez par ordre d'importance 1 = objectif le moins important ; 7 = le plus important

- Simplicité (i.e. facile à mesurer)
- Quantitatif (seul)
- Quantitatif et qualitatif
- Fiabilité de la mesure
- Comparabilité (i.e. capacité à être standardisé)
- Être accepté par les organisations évaluées et utilisatrices
- Utilisation de guidelines internationales

DEUXIEME PARTIE : LA MESURE D'IMPACT EN PRATIQUE

4. Vous avez mis en place des mesures d'impact au sein de votre organisation, ou vous envisagez de le faire. Quelle(s) approche(s) privilégiez-vous ? (Plusieurs réponses possibles)

- Indicateurs ESG « purs » (ex : empreinte carbone)
- Indicateurs ESG exprimés en valeur monétaire
- Indicateurs économiques/financiers « purs »
- GRI (Global Reporting Initiative)
- Reporting Intégré
- Mesures d'Exclusion
- Mesures d'Engagement
- SASB (Sustainability Accounting Standard Board)
- GIIRS (Global Impact Investing Ratings System)
- ACV (Analyse de Cycle de Vie)
- Autre (précisez) :

5. Ces mesures d'impact sont-elles au niveau des :

- Fonds
- Émetteurs
- Fonds et émetteurs

6. Citez les 3 indicateurs qui vous paraissent être les plus efficaces en termes de suivi des impacts de vos fonds.

7. Quel serait d'après vous le nombre adéquat d'indicateurs d'impact à utiliser dans le cadre d'un label ISR ?

- Moins de 5
- De 5 à 10
- De 10 à 15
- Plus de 15

8. Pouvez-vous lister les indicateurs pour chacun des quatre piliers (au maximum 3 par pilier) que vous jugez les plus pertinents et/ou que vous utilisez ?

- ENVIRONNEMENT
 - o Émission de GES direct (tonnes équivalents CO2)
 - o Consommation d'eau (m3)
 - o Consommation d'électricité (MWh)

- Consommation d'énergie totale (MWh)
- Déchets
- Protection de la biodiversité
- Lutte contre le changement climatique
- Autre (précisez) :
- SOCIAL
 - % de femmes au Comex ou comité de direction
 - Taux d'absentéisme %
 - Part de CDI %
 - Turnover (% de rotation)
 - % de salariés ayant reçu une formation
 - Taux de fréquence des accidents de travail
 - Autre (précisez) :
- GOUVERNANCE
 - Indépendance du conseil d'administration (% indépendants)
 - Expertise du conseil d'administration (% experts sectoriels)
 - Bonus fondé sur performance ESG (cadres et dirigeants)
 - Part des femmes manager %
 - Facilité d'accès aux données
 - Controverses ou scandales
 - Charte éthique
 - Conformité réglementaire
 - Autre (précisez) :
- RESPECT DES DROITS HUMAINS
 - Droits fondamentaux de la personne dans la société
 - Droits du travail (liberté syndicale et négociation collective)
 - Dans la chaîne d'approvisionnement
 - Non-discrimination
 - Non-utilisation de formes de travail proscrites
 - Autre (précisez) :
- OBJECTIFS DU DEVELOPPEMENT DURABLE (NON-INCLUS CI-DESSUS)
 - Pourcentage du chiffre d'affaires contribuant aux objectifs du développement durable

- Pourcentage du chiffre d'affaires obtenu à partir de la vente de produits servant des populations à faibles revenus
- Nombre d'emplois décents directs et indirects créés
- Montant d'impôts payés
- Pourcentage de chiffre d'affaires ayant un impact négatif sur la protection des écosystèmes
- Contribution à la mise en place d'une économie circulaire
- Alignement du business model avec les objectifs du développement durable
- Autre (précisez) :

9. Pour les indicateurs listés ci-dessus, souhaitez-vous la mise en place d'une mesure de performance relative ? (Une seule réponse possible)

- Non – la performance absolue suffit
- Oui – par rapport à la norme de chaque secteur
- Oui – par rapport à l'indice de référence (financier) du fonds (ex : CAC 40, Eurostoxx 50)
- Oui – par rapport à la moyenne de l'univers d'investissement (ex : Eurostoxx 600)
- Oui – par rapport à un indice ISR

10. Quel est selon vous le principal obstacle actuel à l'adoption d'une mesure d'impact dans le cadre d'un label ISR ?

11. Souhaitez-vous partager des idées et/ou préoccupations concernant la mise en place de mesures d'impact au sein du label ISR ?

TROISIEME PARTIE : CARACTERISTIQUES SOCIO-DEMOGRAPHIQUES DES REpondANTS

12. Fonction :

13. Expérience dans l'industrie de la gestion d'actifs :

- < 5 ans
- 5 - 15 ans
- 15 ans

14. Expérience dans l'ISR

- < 5 ans
- 5 - 15 ans
- 15 ans

15. Organisation :

- Société de gestion d'actifs
 - o Actifs sous Gestion
 - < 5 milliards
 - 5 - 50 milliards
 - > 50 milliards
- Investisseur institutionnel (ou représentant de)
 - o Si oui, précisez-en le type :
- Distributeur ou conseiller en investissement financier auprès des investisseurs individuels
- Agence de notation sociétale
- Organisme de place
- Broker
- Autre (précisez) :

16. Est-ce que l'ISR est une priorité stratégique pour votre organisation ?

- Oui
- Non, pas du tout
- Non, mais est en train de le devenir
- Ne souhaite pas répondre

17. Avez-vous des fonds labellisés ISR sous gestion ou en utilisez-vous ?

- Oui
- Non, pas du tout
- Non, mais labellisation demandée, ou utilisation en projet
- Ne souhaite pas répondre

18. Age

- 20-30
- 31-45
- 46-55
- 56-69
- >70

19. Genre

- Femme
- Homme
- N/A. Autre

20. Diplôme le plus haut obtenu

- Brevet des collèges
- Baccalauréat
- Bachelor (Licence)
- Master
- PhD (Doctorat)

21. Discipline du plus haut diplôme obtenu

22. Pays d'obtention du plus haut diplôme obtenu

ANNEXE 4. LES OBJECTIFS DE DEVELOPPEMENT DURABLE (ODD)

Les 17 Objectifs de Développement Durable (ODD), et leurs 169 cibles, ou sous-objectifs, forment le cœur de l'agenda 2030 adopté par les 193 États membres de l'ONU pour leur programme de développement durable à l'horizon 2030.

Les Objectifs de Développement Durable (ODD) ont un caractère ambitieux et transversal et couvrent l'intégralité des enjeux du développement durable tels que le climat, la biodiversité, l'énergie, l'eau mais aussi la pauvreté, l'égalité des genres, la prospérité économique ou encore la paix, l'agriculture, l'éducation. L'agenda 2030 se caractérise également par la reconnaissance des liens intrinsèques entre les différentes thématiques.

Liste des 17 Objectifs de Développement Durable :

1. Éradication de la pauvreté
2. Lutte contre la faim
3. Accès à la santé
4. Accès à une éducation de qualité
5. Égalité entre les sexes
6. Accès à l'eau salubre et à l'assainissement
7. Recours aux énergies renouvelables
8. Accès à des emplois décents
9. Bâtir une infrastructure résiliente, promouvoir une industrialisation durable qui profite à tous et encourager l'innovation
10. Réduction des inégalités
11. Villes et communautés durables
12. Consommation et production responsables
13. Lutte contre le changement climatique
14. Vie aquatique
15. Vie terrestre
16. Justice et paix
17. Partenariats pour la réalisation des objectifs

Pour plus d'information : <https://www.un.org/sustainabledevelopment/fr/>

ANNEXE 5. LISTE INDICATIVE D'INDICATEURS D'IMPACT TRANSVERSAUX / SPECIFIQUES

La liste proposée s'efforce de retenir des indicateurs ayant du sens pour les épargnants (investisseurs individuels) et les plus facilement compréhensibles par eux. Elle s'appuie pour l'essentiel sur les principaux indicateurs qui ressortent de l'enquête (Chapitre 2) et des échanges lors des réunions du GTI. Ces indicateurs sont pour la plupart disponibles, d'autres restent à créer ou à développer. Lorsque les indicateurs existent et sont dans le champ du label TEEC, nous avons retenu une sélection de ceux proposés par ce label en vue de faciliter la tâche des professionnels de l'ISR et de renforcer la lisibilité de l'Investissement Responsable pour les épargnants et leurs conseillers.

Cette liste indicative reste ouverte. En fonction de l'évolution des mentalités, des méthodologies et des données disponibles, de nouveaux indicateurs pourront apparaître comme pertinents à l'avenir. A l'inverse, des indicateurs retenus à ce jour pourraient devenir obsolètes et être abandonnés.

ENVIRONNEMENT

EMISSION DE GES (EN TONNES EQUIVALENTS CO₂)

Bilan d'émissions de GES scopes 1 et 2 + fournisseurs de premier rang et produits vendus (teq CO₂, ou autres GES si applicable, annuelles) normalisées proportionnellement au CA (teq CO₂/M€ ou M\$ de CA). Si les données pour les émissions de scope 3 ne sont pas disponibles, on se concentrera dans un premier temps sur les émissions de scopes 1 et 2 (Label TEEC).

CONSOMMATION D'EAU (EN M³)

Consommation d'eau totale égale au volume total d'eau prélevée mesuré moins le volume total des rejets (liquides, vapeurs). C'est également l'eau matière première dans les produits ou processus de fabrication et conditionnement. Les résultats d'analyse peuvent être rapportés à une unité d'activité. (Label TEEC)

LUTTE CONTRE LE CHANGEMENT CLIMATIQUE

Contribution du fonds à la trajectoire 2°C.

BIODIVERSITE

- Dépenses moyennes des émetteurs engagées en faveur de la biodiversité, rapportées au chiffre d'affaires (Label TEEC)
- Part des activités financées mettant en danger la protection des écosystèmes

SOCIAL / SOCIETAL

- Nombre d'emplois nets créés (équivalent à temps complet)
- Nombre d'emplois décents créés (équivalent à temps complet)
- Taux d'absentéisme
- Turnover des salariés (% de rotation)
- Pourcentage de salariés ayant reçu une formation
- Taux de fréquence des accidents de travail
- Charges fiscales (% du chiffre d'affaires)

GOUVERNANCE

- Indépendance du conseil d'administration (% d'indépendants)
- Pourcentage de femmes dans COMEX ou comité de direction
- Bonus fondé sur la performance non-financière (cadres et dirigeants) (% du total)
- Controverses ou scandales
- Part des activités financées dont les organisations sont officiellement impliquées dans des activités de lobbying/politiques (ex : identification des acteurs concernés, montant des financements versés)
- Transparence sur la composition des fonds et mécanismes d'investissements utilisés (ex : part des produits dérivés, SWAPS, trackers sur indices boursiers, etc.)
- Transparence sur la valeur ajoutée créée par le fonds (ex : montant redistribuée à l'épargnant, réinvestie, frais de tenue de compte, etc.)
- Engagement actionnarial et activités de place s'appliquant au fonds (ex : utilisation des droits de vote et du dialogue actionnarial pour contribuer aux objectifs annoncés par le fonds)

RESPECT DES DROITS HUMAINS

- Respect des droits humains dans la chaîne d'approvisionnement
- Partage de la valeur dans la chaîne d'approvisionnement (% des profits et chiffre d'affaire reversés aux acteurs impliqués dans la production/distribution des produits/services)
- Respect des droits fondamentaux
- Non-discrimination
- Part des activités financées dans des pays susceptibles de ne pas respecter les droits humains, liberté de la presse et/ou principes démocratiques

OBJECTIFS DE DEVELOPPEMENT DURABLE

- Alignement des activités financées avec les Objectifs de Développement Durable (ex : alignement des modèles d'affaires avec les ODD, % du chiffre d'affaires contribuant aux ODD)
- Part des activités financées ayant un impact négatif sur la contribution aux Objectifs de Développement Durable (ODD)

ANNEXE 6. DOCUMENTS DISPONIBLES SUR LA MESURE D'IMPACT

DOCUMENTS DISTRIBUES DANS LE CADRE DU GROUPE DE TRAVAIL

- AFG – Tableau de synthèse sur de possibles indicateurs d'impact.
- Ardian, Sharing Values to Create Value, Corporate and Investment Responsibility, 2016
- Association Francaise des Investisseurs pour la Croissance (AFIC), Commission ESG : Recommandation pour faciliter le dialogue entre GPs et LPs, Octobre 2017
- Deloitte, France Invest, Rapport annuel ESG. Le Capital investissement engagé pour une croissance durable, Exercice 2017
- Delphi, Project Delphi: The Material ESG Factors and Metrics that Drive Value, February 2016
- Ethifinance, Retour d'Expérience : Label ISR, 2 mai 2018
- Eurazeo pme, Empreinte socio-économique : Première étude d'impacts socio-économiques publiée par une société du Capital Investissement, Avril 2018
- Icare&consult, Indicateurs d'impact environnementaux et stratégie financière pour un investisseur institutionnel, 19 Juin 2018
- Investment Leadership Group (ILD), In search of impact: An investor response to the SDGs, 2018
- La financière responsable, FCP LFR Euro Développement Durable, Reporting non financier 2016
- MSCI, Toward Sustainable Impact through Public Markets, April 2016
- MSCI, MSCI ACWI Sustainable Impact Index Methodology, June 2017
- MSCI, The SDGS and Sustainable Impact: A Practical Screening Guide, December 2017
- Oekom, Oekom ESG Impact Assessment, January 2017
- Oekom, Oekom Impact Study 2017
- Oekom, Oekom Sustainability Solutions Assessment, July 2017
- Sycomore Asset Management, Net Environmental Contribution, 2018
- Sycomore Asset Management, Net Environmental Contribution in brief, 2 May 018
- Trucost, Evaluation de l'impact – Méthodes, degré de transparence et application, 30 Janvier 2018
- VigeoEiris, Mesure de l'impact des investissements, Nécessité, Complémentarité, Fiabilité, Comparabilité, Juin 2018
- VigeoEiris, Responsibility and ethical culture in banking and finance, June 2017
- VigeoEiris, Social Dialogue : a corporate social responsibility 'blind spot', June 2018
- VigeoEiris, To what extent do companies report on their tax payments?, October 2017
- VigeoEiris, How do corporations report on the management and impact of restructuring?, February 2018
- VigeoEiris, Sustainable Development Goals: challenges and perspectives for real estate companies with the 2030 Agenda

AUTRES INITIATIVES INTERNATIONALES

- Business Reporting on the SDGS, An Analysis of the Goals and Targets,
- Corporate Reporting Dialogue, The Landscape Map
- GIIRS, B Analytics

- Global Impact Investing Network, The impact Management Project
- GRI, United Nations Global Compact, Integrating the SDGs into Corporate Reporting: A Practical Guide, August 2018
- HLEG, Informal Supplementary Document on Sustainable Taxonomy, Annexe 3, 2018
- IRIS (GIN network), Getting started with Iris: How to select IRIS metrics for social and environmental performance measurement,
- The Investment Integration Project (TIPP), IRRIC Institute, Measuring Effectiveness: Roadmap to Assessing System-Level and SDG Investing, March 2018
- The Sustainable Finance Platform, SDG impact indicators: A guide for investors and companies, 2017
- The Reporting Exchange, WBSCD, The global resource for sustainability reporting, 2018
- SDG Compass, Inventory of Business Indicators, 2018
- UNCTAD, UNEP, International Standards of Accounting and Reporting, Sustainability reporting and SDGS
- WHEB, Impact Measurement Methodology, May 2018
- World Benchmarking Alliance, Consultation Report, 2018
- World Federation of Exchanges, World Exchanges Agree Enhanced Sustainability Guidance, 2015
- WBCSD, IFC, Impact Framework Methodology: Understanding the business contribution to society,
- WBCSD, SDG Sector Roadmaps, April 2018
- World Bank Group, Atlas of Sustainable Development Goals 2018, from World Development Indicators, 2017

BIBLIOGRAPHIE

- AMEL-ZADEH A., SERAFEIM G., 2018, « Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey », *Financial Analysts Journal*, 74, 3, p. 1–17.
- ARJALIÈS D.-L., 2010, « A social movement perspective on finance: How socially responsible investment mattered », *Journal of Business Ethics*, 92, p. 57-78.
- ARJALIES D.-L., 2014, « Le mouvement de l'Investissement Socialement Responsable: une mise en perspective historique », dans MOTTIS N. (dir.), *ISR & Finance responsable*, Collection Ellipses, p. 11-32.
- ARJALIÈS D.-L., CHOLLET P., CRIFO P., MOTTIS N., 2018, « Impact Assessment in the French Investment Industry: A Survey », *Unpublished Working Paper*.
- ARJALIÈS D.-L., HOBEIKA S., PONSSARD J.-P., PORET S., 2013, « Le rôle de la labellisation dans la construction d'un marché: Le cas de l'ISR en France », *Revue française de gestion*, 7, p. 93-107.
- BANERJEE A.V., DUFLO E., 2009, « L'approche expérimentale en économie du développement », *Revue d'économie politique*, 119, 5, p. 691.
- BANSAL P., SONG H.-C., 2017, « Similar but not the same: Differentiating corporate sustainability from corporate responsibility », *Academy of Management Annals*, 11, 1, p. 105-149.
- BARMAN E., 2015, « Of Principle and Principal: Value Plurality in the Market of Impact Investing », *Valuation Studies*, 3, 1, p. 9-44.
- BARNETT M.L., SALOMON R.M., 2006, « Beyond dichotomy: The curvilinear relationship between social responsibility and financial performance », *Strategic Management Journal*, 27, 11, p. 1101-1122.
- BARON D.P., 2001, « Private politics, corporate social responsibility, and integrated strategy », *Journal of Economics & Management Strategy*, 10, 1, p. 7–45.
- BÉNABOU R., TIROLE J., 2010, « Individual and Corporate Social Responsibility », *Economica*, 77, 305, p. 1-19.
- BERRY M., 1983, « Une technologie invisible - L'impact des instruments de gestion sur l'évolution des systèmes humains », *Cahier du laboratoire, CRG-1133*.
- BOIRAL O., 2013, « Sustainability reports as simulacra? A counter-account of A and A+ GRI reports », *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 26, 7, p. 1036-1071.
- BOIRAL O., 2016, « Accounting for the unaccountable: Biodiversity reporting and impression management », *Journal of Business Ethics*, 135, 4, p. 751-768.
- BUGG-LEVINE A., EMERSON J., 2011, « Impact investing: Transforming how we make money while making a difference », *Innovations: Technology, Governance, Globalization*, 6, 3, p. 9–18.
- BURCKART W., LYDENBERG S.D., ZIEGLER J., 2018, « Measuring Effectiveness: Roadmap to assessing System-level and SDG Investing », TIIP The Investment Integration Project, IRRIC Institute.
- CALDWELL L.K., 1988, « Environmental Impact Analysis (EIA): Origins, Evolution, and Future Directions », *Impact Assessment*, 6, 3-4, p. 75-83.

CAMBRIDGE INSTITUTE FOR SUSTAINABILITY LEADERSHIP, 2016, *In search of impact - Measuring the full value of capital*, Cambridge, UK, Cambridge Institute for Sustainability Leadership.

CAPELLE-BLANCARD G., MONJON S., 2012, « Trends in the literature on socially responsible investment: looking for the keys under the lamppost », *Business Ethics: A European Review*, 21, 3, p. 239-250.

CAVACO S., CRIFO P., 2014, « CSR and financial performance: complementarity between environmental, social and business behaviours », *Applied Economics*, 46, 27, p. 3323-3338.

CHATTERJI A., DURAND R., LEVINE D.I., TOUBOUL S., 2016, « Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers », *Strategic Management Journal*, 37, p. 1597-1614.

CHATTERJI A.K., LEVINE D.I., TOFFEL M.W., 2009, « How well do social ratings actually measure corporate social responsibility? », *Journal of Economics & Management Strategy*, 18, 1, p. 125-169.

CHELLI M., GENDRON Y., 2015, « L'expertise en évaluation socio-environnementale des entreprises : légitimation et mises à l'épreuve », *Comptabilité - Contrôle - Audit*, 21, 2, p. 63.

CLIMENT F., SORIANO P., 2011, « Green and Good? The Investment Performance of US Environmental Mutual Funds », *Journal of Business Ethics*, 103, 2, p. 275-287.

COSTA E., PESCI C., 2016, « Social impact measurement: why do stakeholders matter? », *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 7, 1, p. 99-124.

CRANE A., PALAZZO G., SPENCE L.J., MATTEN D., 2014, « Contesting the value of "creating shared value" », *California Management Review*, 56, 2, p. 130-153.

CRIFO P., FORGET V., 2014, « ESG, stratégies d'entreprise et performance financière », dans MOTTIS N. (dir.), *ISR & Finance Responsable*, Ellipses, p. 33-50.

CRIFO P., FORGET V.D., 2015, « The economics of corporate social responsibility: A firm-level perspective survey », *Journal of Economic Surveys*, 29, 1, p. 112-130.

CRIFO P., MOTTIS N., 2016, « Socially Responsible Investment in France », *Business & Society*, 55, 4, p. 576-593.

DEPOERS F., JEROME T., 2017, « Stratégies de publication des dépenses environnementales dans un cadre réglementaire », *Comptabilité - Contrôle - Audit*, 23, 1, p. 41.

DESMARTIN J.-P., 2014, « ESG, stratégies d'entreprise et performance financière », dans MOTTIS N. (dir.), *ISR & Finance Responsable*, Ellipses, p. 77-107.

DESPLATZ R., FERRACCI M., 2016, « Comment évaluer l'impact des politiques publiques? », *Évaluation*.

DEY C., GIBBON J., 2017, « Moving on from Scaling Up: Further Progress in Developing Social Impact Measurement in the Third Sector », *Social and Environmental Accountability Journal*, 37, 1, p. 66-72.

DORAN G.T., 1981, « There's a SMART way to write management's goals and objectives », *Management Review*, 70, 11, p. 35-36.

DUMAS C., LOUCHE C., 2016, « Collective beliefs on responsible investment », *Business & Society*, 55, 3, p. 427-457.

EBRAHIM A., 2013, « Let's be realistic about measuring impact », *Harvard Business Review Blogs (March 13, 2013)*.

- EBRAHIM A., RANGAN V.K., 2009, « Acumen Fund: Measurement in Venture Philanthropy (A) », *Harvard Business Case*, 310-011.
- EDMANS A., 2011, « Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices », *Journal of Financial Economics*, 101, 3, p. 621-640.
- EL GHOUL S., GUEDHAMI O., KWOK C.C.Y., MISHRA D.R., 2011, « Does corporate social responsibility affect the cost of capital? », *Journal of Banking & Finance*, 35, 9, p. 2388-2406.
- EMERSON J., WACHOWICZ J., CHUN S., 2000, « Social return on investment: Exploring aspects of value creation in the nonprofit sector », *The Box Set: Social Purpose Enterprises and Venture Philanthropy in the New Millennium*, 2, p. 130-173.
- FINANCIAL STABILITY, FINANCIAL SERVICES AND CAPITAL MARKET UNION, 2018, « Final report of the High-Level Expert Group on Sustainable Finance », The European Commission.
- FLAMMER C., BANSAL P., 2017, « Does a long-term orientation create value? Evidence from a regression discontinuity », *Strategic Management Journal*, 38, 9, p. 1827-1847.
- FOUGÈRE D., KRAMARZ F., POUGET J., 2009, « Youth unemployment and crime in France », *Journal of the European Economic Association*, 7, 5, p. 909-938.
- FRIEDMAN M., 1970, « The social responsibility of business is to increase its profits », *The New York Times Magazine*, 1970.
- FRUMKIN P., 2003, « Inside venture philanthropy », *Society*, 40, 4, p. 7-15.
- GIBASSIER D., RODRIGUE M., ARJALIÈS D.-L., 2018, « “Integrated reporting is like God: no one has met Him, but everybody talks about Him” The power of myths in the adoption of management innovations », *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 31, 5, p. 1349-1380.
- GIBBON J., DEY C., 2011, « Developments in Social Impact Measurement in the Third Sector: Scaling Up or Dumbing Down? », *Social and Environmental Accountability Journal*, 31, 1, p. 63-72.
- GILLET-MONJARRET C., RIVIERE-GIORDANO G., 2017, « La vérification sociétale: une revue de la littérature », *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 23, 2, p. 11-62.
- GIRERD-POTIN I., JIMENEZ-GARCÉS S., LOUVET P., 2014, « Which Dimensions of Social Responsibility Concern Financial Investors? », *Journal of Business Ethics*, 121, 4, p. 559-576.
- GJESSING O.P.K., SYSE H., 2007, « Norwegian petroleum wealth and universal ownership », *Corporate Governance: An International Review*, 15, 3, p. 427-437.
- GOLLIER C., 2016, « Valorisation des investissements ultra-longes et développement durable », *L'Actualité économique*, 92, 4, p. 667-701.
- GOND J.-P., BOXENBAUM E., 2013, « The glocalization of responsible investment: Contextualization work in France and Quebec », *Journal of Business Ethics*, 115, 4, p. 707-721.
- GOND J.-P., PIANI V., 2013, « Enabling institutional investors' collective action: The role of the principles for responsible investment initiative », *Business & Society*, 52, 1, p. 64-104.
- HALL M., MILLO Y., 2018, « Choosing an Accounting Method to Explain Public Policy: Social Return on Investment and UK Non-profit Sector Policy », *European Accounting Review*, 27, 2, p. 339-361.

- JONES M.J., SOLOMON J.F., 2013, « Problematizing accounting for biodiversity », *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 26, 5, p. 668-687.
- KAPLAN R.S., 2001, « Strategic performance measurement and management in nonprofit organizations », *Nonprofit management and Leadership*, 11, 3, p. 353–370.
- KPMG, 2017, « KPMG International Survey of Corporate Responsibility Reporting ».
- KRLEV G., MÜNSCHER R., MÜLBERT K., 2013, « Social Return on Investment (SROI): state-of-the-art and perspectives-a meta-analysis of practice in Social Return on Investment (SROI) studies published 2002-2012 »,.
- LAFONTAINE J.-P., 2003, « Les techniques de comptabilité environnementale, entre innovations comptables et innovations managériales », *Comptabilité - Contrôle - Audit*, 9, 3, p. 111.
- LAPOINTE V., 2013, *Essays on corporate social responsibility and socially responsible investment*, Thèse de doctorat, France, Université Aix-Marseille.
- LE BRETON M., AGGERI F., 2015, « La Construction De La Comptabilite Carbone: Histoire, Usages Et Perspectives »,.
- LETTS C.W., RYAN W., GROSSMAN A., 1997, « Virtuous capital: What foundations can learn from venture capitalists », *Harvard business review*, 75, p. 36-50.
- LOUCHE C., LYDENBERG S.D., 2006, « Investissement socialement responsable: Différences entre Europe et Etats-Unis », *Revue d'Economie Financière*, 85, p. 81-105.
- LOUPIAS C., DUPONT-COURTADE L., TREICH N., 2017, « Évaluation des Politiques Publiques: expérimentation randomisée et méthodes quasi-expérimentales », *Economie & prévision*, 2, p. 1-34.
- MARGOLIS J.D., ELFENBEIN H.A., WALSH J.P., 2009, « Does it Pay to Be Good...And Does it Matter? A Meta-Analysis of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance », *SSRN Electronic Journal*.
- MEHRPOUYA A., CHOWDHURY I., 2018, « Re-thinking the CSP-CFP linkage: Analyzing the mechanisms involved in translating socially-responsible behavior to financial performance », *Advances in Strategic Management*, 39.
- MENOU V., NISHIKAWA L., 2016, « Toward Sustainable Impact through Public Markets - A Framework to Align Investments with the UN Sustainable Development Goals », MSCI ESG RESEARCH INC.
- MONKS R., MINOW N., 2008, *Corporate Governance*, Malden, MA, Blackwell Publishing.
- MORGAN STANLEY, 2015, « Sustainable Reality: Understanding the Performance of Sustainable Investment Strategies », Morgan Stanley, Institute for Sustainable Investing.
- MOTTIS N., 2015, « Finance et RSE, un pilotage à construire », *Finance et gestion*, 2015.
- MUDALIAR A., PINEIRO A., BASS R., DITHRICH H., 2017, « The State of Impact Measurement and Management Practice », Global Impact Investing Network.
- NORDHAUS W.D., 2014, *A question of balance: Weighing the options on global warming policies*, Yale University Press.

NOVETHIC, 2013, « Quels indicateurs pour mesurer la performance ESG des investissements? », Paris, France, Novethic.

NOVETHIC, 2015, « 2014 Figures on Responsible Investment in France », Paris, France, Novethic.

NOVETHIC, 2016, « Notation extra-financière et empreinte carbone: acteurs et offres », Paris, France, Novethic.

NOVETHIC, 2017, « 173 Nuances de reporting », Paris, France, Novethic.

NOVICK B., WINSHEL D., MCKINLEY J., EDKINS M., 2016, « Exploring ESG: A practitioner's perspective », *BlackRock*.

O'CONNOR C., LABOWITZ S., 2017, « Measuring Human Rights Performance for Investors », *New York: NYU Stern*.

OECD, 2018, « What is Impact Assessment? », OECD Publishing.

OEKOM, 2017, « The Impact of Socially Responsible Investments on Companies - an Empirical Analysis », Oekom Impact Study, Oekom Research.

ORTOLANO L., SHEPHERD A., 1995, « Environmental impact assessment: challenges and opportunities », *Impact assessment*, 13, 1, p. 3-30.

PEERSMAN G., ROGERS P., GUIJT I., HEARN S., PASANEN T., BUFFARDI A.L., 2016, « When and how to develop an impact-oriented monitoring and evaluation system », *London: Methods Lab*.

PILAJ H., 2017, « The choice architecture of sustainable and responsible investment: Nudging investors toward ethical decision-making », *Journal of Business Ethics*, 140, 4, p. 743-753.

PORTER M.E., KRAMER M.R., 2002, « The competitive advantage of corporate philanthropy », *Harvard Business Review*, 80, 12, p. 56-68.

PORTER M.E., KRAMER M.R., 2006, « Strategy and Society - The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility », *Harvard Business Review*, 84, p. 78-92.

PORTER M.E., KRAMER M.R., 2011, « Creating shared value », dans *Managing Sustainable Business*, Springer, p. 327-350.

PROTIN P., GONTHIER-BESACIER N., DISLE C., BERTRAND F., PERIER S., 2014, « L'information non financière. Clarification d'un concept en vogue », *Revue française de gestion*, 40, 242, p. 37-47.

REEDER N., COLANTONIO A., 2013, « Measuring impact and non-financial returns in impact investing: A critical overview of concepts and practice », *The London School of Economics and the European Investment Bank Institute*.

REEDER N., COLANTONIO A., LODER J., ROCYN JONES G., 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, p. 136-154.

RUBINSTEIN M., 2002, « L'impact de l'investissement socialement responsable sur l'environnement : quelques éléments de réflexion », *Revue d'économie financière*, 66, 2, p. 173-187.

SAGHROUN J., EGLEM J.-Y., 2008, « À la recherche de la performance globale de l'entreprise : la perception des analystes financiers », *Comptabilité - Contrôle - Audit*, 14, 1, p. 93.

- SALTUK Y., BOURI A., LEUNG G., 2015, « Insight into the Impact Investment Market - An in-depth analysis of investor perspectives and over 2,200 transactions », J.P.Morgan, Social Finance Research.
- SERAFEIM G., GREWAL J., 2016, « ESG Metrics: Reshaping Capitalism? », *Harvard Business Case*, 9-116-037.
- SO I., STASKEVICIUS A., 2015, « Measuring the “impact” in impact investing », Harvard Business School MBA Report.
- STERN N., 2006, *The Stern Review Report: The Economics of Climate Change*, London, HM Treasury, 603 p.
- STERN N., 2008, « The economics of climate change », *American Economic Review*, 98, 2, p. 1–37.
- STIEVENART E., PACHE A.-C., 2014, « Evaluer l’impact social d’une entreprise sociale: points de repère », *Revue internationale de l’économie sociale: Recma*, 331, p. 76-92.
- STIGLITZ J.E., SEN A., FITOUSSI J.-P., 2009, « Report by the Commission on the Measurement of Economic Performance and Social Progress », *European Union*, 26, p. 2012.
- THALER R.H., SUNSTEIN C.R., 2008, *Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth, and Happiness*, New Haven & London, Yale University Press.
- THE EUROPEAN VENTURE PHILANTHROPY ASSOCIATION, 2013, « A Practical Guide to Measuring and Managing Impact », EVPA.
- TYTECA D., 1996, « On the measurement of the environmental performance of firms—a literature review and a productive efficiency perspective », *Journal of environmental management*, 46, 3, p. 281–308.
- UNION EUROPEENNE, 2016, « Accord de Paris », *Journal officiel de l’Union européenne, JO L 282 du 19.10.2016*.
- UNIVERSITY OF CAMBRIDGE, INSTITUTE FOR SUSTAINABILITY LEADERSHIP, 2016, « In search of impact measuring the full value of capital ».
- VAN BAVEL R., HERRMANN B., ESPOSITO G., PROESTAKIS A., 2013, « Applying behavioural sciences to EU policy-making », *Joint Research Centre Scientific and Policy Reports*, p. 1-21.
- VANCLAY F., 2003, « International principles for social impact assessment », *Impact assessment and project appraisal*, 21, 1, p. 5-12.
- WEBER O., 2013, « Measuring the impact of socially responsible investing », *SSRN Working Paper*, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2217784> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2217784>.
- WEITZMAN M.L., 2001, « Gamma discounting », *American Economic Review*, 91, 1, p. 260-271.
- WORLD BANK, 2015, *World development report 2015: Mind, society, and behavior*, World Bank Group.