



PSL



ISIGE



Cycle 2021-2022

**Confronter la finance à impact à la
comptabilité socio-environnementale :**

L'apport du modèle CARE

Vincent Valette

Thèse professionnelle du Mastère Spécialisé® IGE
Expert en Environnement et Développement Durable
Option Ingénierie et Gestion de l'Environnement

Octobre 2022

Sous la Direction de :

DESCAMPS-LARGE Cathy, Responsable du MS International Environmental Management à Mines ParisTech

RAMBAUD Alexandre, Maître de conférences à AgroParisTech-CIRED, Chercheur associé à l'Université Paris-Dauphine et Co-responsable de la chaire "Comptabilité écologique"

Vincent VALETTE
vivalette@gmail.com
vincent.valette@etu.minesparis.psl.eu

Remerciements

L'auteur tient, en premier lieu, à remercier chaleureusement les deux tuteurs qui l'ont accompagné dans ses réflexions tout au long de son travail, Cathy Descamps-Large et Alexandre Rambaud, et grâce à qui cette étude a pu être menée à bon port.

Il remercie également très sincèrement Soline Ralite et Cécile Mariette pour leurs conseils bienveillants et informés qui ont permis d'allier, avec rigueur, les réflexions concernant à la fois le secteur financier et la comptabilité socio-environnementale.

Ce rapport compile une série de réflexions et de questionnements qui a pu être confrontée avec la vision de terrain de plusieurs professionnels du monde de l'impact et de la finance à impact. L'auteur les remercie ici sincèrement pour leur temps, leur disponibilité et leurs réponses qui ont pu, on l'espère, éviter les plus gros contre-sens. Les remerciements vont donc également à Clément Carreau, Sandra Bernard-Colinet, Judith-Laure Mamou-Mani, Philippe Clerc, Antoine Vedrenne et Omar Bendjelloun.

Cette étude a également amené à prendre connaissance des travaux en cours sur le capital social dans CARE et qui sont menés par les chercheurs de l'IAE de Poitiers. L'auteur tient donc à remercier en particulier Elodie Neau et Clément Carn pour leurs explications détaillées et le temps qu'ils lui ont consacré.

L'ensemble des équipes de la Chaire de Comptabilité Ecologique, avec qui l'auteur a partagé près de six mois d'échanges stimulants et exigeants, doit également être remercié pour sa sympathie et pour le contexte fertile que ces membres y font prospérer et qui a largement profité à l'auteur dans son travail. Si l'ensemble de l'équipe ne peut être cité ici, il remercie évidemment Salomé Gastinel, Clément Boyer, Aurélien Oosterlink, Charles Allaman, Eléonore Disse, Louis Dumeaux, Clément Surin, Tiphaine Gautier, Victor Counillon et Félix Evain.

Ce travail de thèse professionnelle s'intègre dans le cadre d'une formation de mastère spécialisé aux Mines de Paris qui a permis à l'auteur de parfaire sa compréhension des grands enjeux environnementaux actuels et de confronter sa vision avec des étudiants convaincus et engagés. Une part importante de ce travail leur revient, indéniablement, de droit et ils en sont toutes et tous remerciés. De même, le travail réalisé pour cette étude n'aurait pas eu la même saveur sans l'ensemble de l'équipe encadrante de l'ISIGE que l'auteur souhaite remercier pour sa sensibilité et son ouverture d'esprit envers les paradigmes émergents, qualités qui apparaissent essentielles aujourd'hui. Sont donc remerciés également Cécile Schwartz, Thomas Beaussier, Valérie Lenglard, Nathalie Roquet et Jasha Oosterbaan.

Résumé

Malgré sa taille relativement limitée, la finance à impact, en raison de son approche tournée vers les résultats et les impacts sociaux et environnementaux de l'entreprise, constitue pour beaucoup la démarche de la finance durable répondant le mieux aux enjeux de la transition sociale et environnementale. Par ailleurs, la comptabilité socio-environnementale, et notamment le modèle CARE (Comprehensive Accounting in Respect of Ecology), propose de redéfinir les systèmes comptables classiques afin de prendre en compte ces enjeux.

Nous voyons donc ici un point de rencontre entre d'un côté les démarches de finance à impact et, de l'autre côté, les développements de la comptabilité socio-environnementale. C'est ce point de convergence que nous nous proposons d'examiner, en étudiant, dans une optique de durabilité forte, quel pourrait être l'apport du modèle CARE pour la finance à impact.

Notre travail nous amène, après avoir dressé un panorama des définitions et des méthodologies actuelles de la finance à impact, à catégoriser à partir de CARE les différentes stratégies d'entreprises dites « contributives » et à les relier aux différents mécanismes de l'impact à disposition des institutions financières. CARE apparaît alors comme une interface essentielle entre entreprise et finance et nous permet de proposer des fondements sur lesquels structurer la finance à impact sur des bases écologiques.

Abstract

Despite its relatively limited size, impact finance, because of its results-oriented approach around social and environmental impacts, is for many the sustainable finance approach that best meets the challenges of the social and environmental transition. Moreover, socio-environmental accounting, and in particular the CARE model (Comprehensive Accounting in Respect of Ecology), proposes to redefine the classic accounting systems in order to take these issues into account.

We therefore see here a meeting point between impact finance approaches on the one hand and developments in socio-environmental accounting on the other. It is this point of convergence that we propose to examine, by studying, from a strong sustainability perspective, what could be the contribution of the CARE model to impact finance.

Our work leads us, after having drawn up a panorama of the current definitions and methodologies of impact finance, to categorise the different strategies of so-called "contributory" companies on the basis of CARE and to link them to the different impact mechanisms available to financial institutions. CARE thus appears as an essential interface between business and finance and allows us to propose foundations on which to structure impact finance on ecological grounds.

Table des matières

| | |
|---|----|
| Remerciements | 3 |
| Abstract | 4 |
| Acronymes..... | 7 |
| Liste des figures..... | 8 |
| Résumé exécutif..... | 9 |
| 1 Introduction..... | 11 |
| 2 Contexte et objectifs de recherche | 12 |
| 2.1 Contexte | 12 |
| 2.1.1 Enjeux environnementaux et humains | 12 |
| 2.1.2 Finance à impact..... | 12 |
| 2.1.3 Comptabilité socio-environnementale..... | 13 |
| 2.2 Enjeux : pourquoi s'intéresser à ce sujet ?..... | 14 |
| 2.3 Problématique..... | 15 |
| 2.4 Objectifs de recherche | 16 |
| 2.5 Méthodologie et épistémologie | 16 |
| 2.5.1 Méthodologie | 16 |
| 2.5.2 Fondements épistémologiques | 18 |
| 2.6 Définitions et précisions conceptuelles..... | 19 |
| 2.6.1 Comptabilité | 19 |
| 2.6.2 Finance | 21 |
| 2.6.3 Ecologie | 22 |
| 2.6.4 Double matérialité..... | 22 |
| 2.6.5 Durabilité..... | 24 |
| 2.6.6 Terminologie..... | 26 |
| 3 Panorama de la finance à impact | 29 |
| 3.1 Description du secteur | 29 |
| 3.2 Définitions de la finance à impact | 30 |
| 3.2.1 Sélection des définitions et grille d'analyse | 30 |
| 3.2.2 Analyse comparée des définitions de la finance à impact | 32 |
| 3.3 Méthodologies de la mesure de l'impact..... | 37 |
| 3.3.1 Sélection des méthodologies étudiées..... | 37 |
| 3.3.2 Analyse comparée des méthodologies de mesure de l'impact | 39 |
| 3.4 Conclusion de la Partie 3 | 41 |
| 4 CARE : Quelles réponses aux enjeux de la finance à impact ? | 45 |
| 4.1 L'entreprise à impact : quelle structuration <i>via</i> le modèle CARE ?..... | 45 |
| 4.1.1 Le cadre conceptuel et méthodologique de CARE | 45 |
| 4.1.2 Comment situer l'impact de l'entreprise dans CARE ?..... | 48 |

| | | |
|-------|---|-----|
| 4.1.3 | Comment « gérer » et « mesurer l'impact » d'une entreprise dans CARE ?..... | 51 |
| 4.1.4 | De quoi parle-t-on ? Impact ou contribution ?..... | 53 |
| 4.1.5 | Conclusion de la partie 4.1 : Que faire ? | 62 |
| 4.2 | Financer avec un impact..... | 63 |
| 4.2.1 | Mécanismes de l'impact : revue de littérature | 65 |
| 4.2.2 | Relier les mécanismes de l'impact à la contribution de l'entreprise | 67 |
| 4.2.3 | Quel traitement comptable des mécanismes de l'impact dans CARE ?..... | 69 |
| 4.3 | Conclusion de la Partie 4 | 74 |
| 5 | Quelles conséquences pour structurer la finance à impact ? | 75 |
| 5.1 | Contribuer à la préservation d'enjeux écologiques et humains | 75 |
| 5.2 | Permettre le « verdissement » et la « redirection écologique » des entreprises..... | 76 |
| 5.3 | Retour à la fonction première de la finance..... | 78 |
| 5.4 | Vers une redéfinition de la rentabilité | 79 |
| 5.5 | Horizon temporel de l'action de la finance à impact | 80 |
| 5.6 | Ouvrir le secteur financier à toutes ses parties prenantes | 80 |
| 6 | Conclusion | 82 |
| 6.1 | Principaux enseignements | 82 |
| 6.2 | Limites des conclusions | 83 |
| 6.2.1 | Exhaustivité des démarches à impact analysées..... | 83 |
| 6.2.2 | Confrontation du travail aux données de terrain..... | 84 |
| 6.3 | Ouvertures..... | 84 |
| 6.3.1 | Sur la finance à impact | 84 |
| 6.3.2 | Sur la « transition » | 85 |
| 6.3.3 | Pour le développement futur de CARE..... | 86 |
| | Bibliographie..... | 87 |
| | Annexes | 98 |
| | Analyse comparée des définitions de la finance à impact | 99 |
| | Analyse comparée des outils de mesure de l'impact (IMM)..... | 105 |

Acronymes

AMF : Autorité des Marchés Financiers

AUM : Asset Under Management (en français, actifs sous gestion)

CARE : Comprehensive Accounting in Respect of Ecology

CERCES : CERcle des Comptables Environnementaux et Sociaux

CSRD : Corporate Sustainability Reporting Directive

EBITDA : Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

EFRAG : European Financial Reporting Advisory Group

ESG : Environnement, Social, Gouvernance

ESS : Economie Sociale et Solidaire

GES : Gaz à Effet de Serre

GIEC : Groupement Intergouvernemental sur le Changement Climatique (en anglais, IPCC)

GIIN : Global Impact Investing Network

GSIA : Global Sustainable Investment Alliance

IEA : International Energy Agency

IF : Institutions Financières

IMM : Impact Measurement and Management

IMP : Impact Management Platform

IPCC : Intergovernmental Panel on Climate Change (en français, GIEC)

ODD : Objectifs du Développement Durable

PRI : Principles of Responsible Investment

RSE : Responsabilité Sociétale des Entreprises

SEC : Securities and Exchange Commission

UNEP FI : United Nations Environment Programme Finance Initiative

WBCSD : World Business Council for Sustainable Development

Liste des figures

- Figure 1 : Encours gérés par la finance à impact et besoins en investissements durables par an au niveau mondial..... 15
- Figure 2 : La chaîne de valeur de l'impact 27
- Figure 3 : Evolution dans le monde des actifs sous gestion (AUM) de la finance durable 29
- Figure 4 : Définitions de la finance à impact sélectionnées 31
- Figure 5 : Définition ontologique du climat en tant que capital dans CARE 48
- Figure 6 : Exemple de valorisation de l'endettement net sur capital-climat 50
- Figure 7 : Transcriptions comptables dans CARE liées au capital-climat 50
- Figure 8 : Statu quo 56
- Figure 9 : Amélioration du niveau de préservation..... 56
- Figure 10 : Mise en place d'activités d'évitement..... 57
- Figure 11 : Illustration d'une impasse écologique, résultat d'une réalité exogène 59
- Figure 12 : Illustration d'une impasse écologique, où la dette est insurmontable..... 60
- Figure 13 : Caractérisation des stratégies d'entreprise à partir de CARE 63
- Figure 14 : Segmentation et mécanismes de l'impact 64
- Figure 15 : Nomenclature comptable des financements dans CARE 70
- Figure 16 : Entreprise "contributive" et catégorisation des stratégies des Institutions Financières à impact..... 83

Résumé exécutif

La finance à impact peut apparaître comme la figure de proue des derniers développements de la finance durable. Malgré sa taille limitée dans l'univers financier, son approche, tournée vers les résultats et l'impact, en fait pour beaucoup la démarche la plus aboutie du secteur financier pour répondre aux enjeux de la transition sociale et environnementale (Bush et al. 2021 ; Eurosif 2022). Sa vocation est, dans tous les cas, celle-ci : répondre aux grands enjeux de transition actuels par l'investissement et le financement.

Dans le même temps, certains pointent l'insuffisance actuelle des normes comptables en ce qu'elles ne tiennent pas compte des enjeux sociaux et environnementaux liés à l'activité de l'entreprise (Notat et Sénard. 2018). Par conséquent, mal informées, les prises de décision au niveau de l'entreprise ne pourraient prétendre répondre à ces enjeux. La comptabilité socio-environnementale, et notamment le modèle CARE (Rambaud et Richard. 2015) pour Comprehensive Accounting in Respect of Ecology, propose de redéfinir les systèmes comptables des organisations afin de prendre en compte ces éléments.

Nous voyons ici un point de rencontre entre les démarches de la finance à impact et les développements de la comptabilité socio-environnementale. C'est ce point de convergence que nous nous proposons d'étudier dans cette thèse professionnelle en cherchant à déterminer quel peut être l'apport du modèle CARE pour préciser les définitions et pratiques actuelles de la finance à impact dans une optique de durabilité forte.

A partir d'un panorama des définitions et des méthodologies de la finance à impact, nous identifions les principaux enjeux auxquels fait face le secteur. Ces enjeux consistent en particulier à préciser la définition de l'impact, notamment en opposition à l'approche par les externalités économiques, et à différencier les impacts générés par l'entreprise et le rôle propre que peuvent jouer les institutions financières à impact. Les enjeux de mesure, de suivi, de gestion et de communication de l'impact sont également identifiés et rapprochés des outils de comptabilité intégrée. La relation entre la rentabilité financière et la génération d'impact constitue enfin un des enjeux du secteur, notamment en ce qui concerne son potentiel de déploiement à grande échelle.

Afin de répondre à la question de recherche, et en lien avec les enjeux identifiés, nous réinterprétons d'abord, à partir de CARE, ce qu'est une entreprise à impact. En effet, CARE propose une nouvelle vision de l'entreprise (Rambaud. 2022a) qui distingue un cycle d'exploitation, où la production de biens et de services entraîne un emploi (une dégradation) des capitaux financiers et extra-financiers (par exemple, le climat, une rivière, un collaborateur...), et un cycle de préservation, où l'entreprise s'engage à remettre en état les capitaux employés. Dans cette approche, l'impact de l'entreprise peut être vu comme essentiellement négatif, en ce qu'il détériore les capitaux, et comme entraînant une obligation de préservation (une dette) vis-à-vis de ces capitaux que l'on peut appeler l'endettement écologique.

Cette analyse nous conduit alors à redéfinir l'impact d'une entreprise comme la réduction, dans le temps, de son endettement écologique, de celui de sa chaîne de valeur, ou bien de l'endettement écologique généré au niveau collectif et sociétal. Nous proposons alors de reformuler l'ensemble de ces stratégies d'entreprises sous le terme de « contribution ». Ce terme insiste sur la participation à un effort collectif en ce qu'il consiste à « *apporter sa part à une œuvre commune* » (Larousse).

Pour être contributive, une entreprise peut améliorer ses activités de préservation, ou bien réduire l'emploi de capital extra-financier en mettant en place des activités d'évitement (ce que nous appelons le « verdissement »). Elle peut également développer une activité qui permet aux entreprises de sa

chaîne de valeur de réduire leur propre endettement écologique. Elle est alors qualifiée d'entreprise « habilitante ». Lorsqu'elle fait face à une situation inextricable où les exigences de préservation des capitaux extra-financiers sont inatteignables, l'entreprise se trouve dans une impasse écologique et peut alors engager une stratégie de « redirection écologique ». Enfin, l'entreprise contributive peut également décider de prendre en charge ce que l'on peut appeler une « dette externe » (Vuattoux et al. 2022). Ce dernier cas est particulièrement révélateur des entreprises du secteur de l'Économie Sociale et Solidaire ou des entreprises à mission qui cherchent à préserver des capitaux extra-financiers dont elles ne sont pourtant pas à l'origine de leur dégradation.

A partir de ces qualifications, nous identifions les activités propres aux Institutions Financières (IF) qui permettent justement à l'entreprise de générer ou d'accélérer sa contribution. L'apport de l'IF passe en effet par les mécanismes de l'impact que nous regroupons, à partir d'une revue de littérature, en deux catégories. L'IF peut chercher, en premier lieu, à apporter *de manière additionnelle* des liquidités à l'entreprise. En outre, les activités de vote, d'engagement et de soutien technique et stratégique en faveur de l'entreprise constituent une deuxième catégorie de mécanismes de l'impact.

Nous montrons ensuite comment ces deux pôles de l'impact (entreprise et institution financière) peuvent être reliés à travers la comptabilité CARE. En particulier, les investissements et financements apportés par l'IF peuvent être fléchés précisément vers les activités qui permettent à l'entreprise d'être contributive. De plus, le surcroît d'information que fournit CARE permet à la fois aux entreprises et aux IF d'identifier, de piloter et de rendre compte des stratégies de contribution.

Cette étape de notre travail nous permet enfin de proposer un cadre structurel fondé sur CARE et dans lequel la finance à impact pourrait se développer.

Dans l'approche écologique issue de CARE, la finance à impact cherche, d'abord, à s'intégrer dans une démarche de respect de seuils écologiques (naturels et humains) et ne se limite pas à une logique incrémentale. Le rôle de la finance à impact peut alors être étendu au financement et à l'accompagnement d'entreprises « en transition » qui ne sont pas encore « vertueuses », ce qui, par la même occasion, conduit à redéfinir le rôle du secteur financier à partir de sa fonction traditionnelle de « financement de l'économie réelle ». Sur la base de CARE, nous sommes également amenés à considérer la rentabilité d'un projet entrepreneurial d'un point de vue intégré, où les capitaux extra-financiers sont placés sur le même plan que le capital financier. Enfin, la vision portée par CARE implique pour la finance à impact d'intégrer, au sein même de sa gouvernance et sa stratégie, les parties prenantes de l'entreprise et de l'IF ainsi qu'un horizon temporel d'investissement compatible avec les exigences de préservation du capital extra-financier.

Le cadre structurel proposé dans cette étude cherche donc à faire reposer la finance à impact sur des bases écologiques. Tel que nous définissons ce terme d'écologie, il s'agit bien, pour la finance à impact, de s'inscrire dans une démarche de durabilité forte qui place la préservation des capitaux naturels et humains au cœur de ses objectifs.

1 Introduction

Ce rapport rassemble le travail réalisé dans le cadre de la thèse professionnelle soutenue en Octobre 2022 auprès de l'ISIGE, centre pluridisciplinaire de recherche et d'enseignement de Mines ParisTech et spécialisé dans les questions de transition et d'environnement. Ce travail s'est déroulé pendant un stage effectué à la Chaire de Comptabilité Ecologique et conclut la période de formation du Mastère Spécialisé « Ingénierie et Gestion de l'Environnement » de Mines ParisTech suivi pendant l'année universitaire 2021/22. La période de travail de cette thèse professionnelle s'est étendue entre Juillet et Octobre 2022.

Cette étude qui porte sur les liens entre finance à impact et comptabilité socio-environnementale intéressera particulièrement les chercheurs travaillant sur les questions d'impact, de durabilité forte, de financements à impact et de comptabilité intégrée. Ce travail pourra aussi être utile aux professionnels du secteur de l'impact, entreprises ou institutions financières, ainsi qu'à toute personne intéressée par les sujets liés à la finance à impact ou, plus généralement, liés à la finance durable et à la comptabilité socio-environnementale. En particulier, le modèle CARE (Comprehensive Accounting in Respect of Ecology), en tant que modèle de comptabilité socio-environnementale, occupe une place centrale dans ce travail. Les personnes qui travaillent ou s'intéressent à CARE y trouveront, nous l'espérons, des sources de réflexions nouvelles ou complémentaires relatives aux problématiques d'impact et de financement des organisations.

Ce rapport se décompose en quatre parties. Dans un premier temps (Contexte et objectifs de recherche), après avoir exposé le contexte et les enjeux qui justifient que l'on s'attarde sur les liens entre comptabilité socio-environnementale et finance à impact, nous présenterons la méthodologie et les précisions conceptuelles qui ont servi à répondre aux questions de recherche que nous posons. Dans un deuxième temps (Panorama de la finance à impact), nous dresserons un panorama des différentes définitions et méthodologies développées et utilisées par la finance à impact. Nous chercherons alors à identifier les principaux enjeux auxquels fait face le secteur, au regard de la conception de la durabilité forte que nous avons détaillée. Pour voir comment CARE peut répondre à ces enjeux (CARE : Quelles réponses aux enjeux de la finance à impact ?), nous détaillerons, dans une troisième partie, les apports de ce modèle comptable pour évaluer les démarches à impact des entreprises d'une part, et des institutions financières d'autres part. Cette troisième partie permettra notamment de préciser ce que nous entendons par « impact » dans le cadre de CARE. La quatrième partie (Quelles conséquences pour structurer la finance à impact ?) nous servira à établir les principales conséquences de notre travail, en proposant un cadre structurel fondé sur CARE et dans lequel la finance à impact pourrait s'intégrer pour répondre aux enjeux de durabilité actuels.

2 Contexte et objectifs de recherche

2.1 Contexte

2.1.1 Enjeux environnementaux et humains

Nous ne nous attarderons pas ici sur les causes et les conséquences des enjeux humains et environnementaux auxquels fait face le XXI^e siècle. Nous supposons le lecteur déjà averti à ces sujets et nous renvoyons, à défaut, aux diverses sources de références telles que le GIEC ou l'IPBES, par exemple, pour des thématiques environnementales.

Nous mentionnons *a minima* les travaux menés depuis l'article fondateur de Rockström et al. (2009) sur les neuf frontières planétaires¹. Ce cadre d'analyse a depuis été étayé, notamment en 2022 avec l'affinement de deux frontières planétaires (Persson et al. 2022 ; Wang-Erlandsson et al. 2022) qui seraient par ailleurs dépassées.

En ce qui concerne les problématiques d'ordre social, humain ou sociétal, il s'avère difficile de se référer à un consensus scientifique. Les sciences naturelles et l'écologie semblent en effet plus à même de renseigner des situations environnementales, en fournissant des estimations quantifiées sur les états actuels et les seuils à respecter, que ne peuvent le faire d'autres disciplines scientifiques concernant des thématiques comme l'égalité des chances, les conditions de vie décente ou l'accès aux soins.

En revanche, dans ce domaine, les initiatives qui cherchent à répondre aux enjeux humains et sociaux font habituellement référence aux grands textes internationaux. C'est notamment le cas, par exemple, de la Déclaration universelle des droits de l'homme de 1948 qui sert de fondement au programme de l'Agenda 2030 et des Objectifs de Développement Durable (résolution A/RES/70/1 de l'AG de l'ONU). Le travail entamé sur la taxonomie sociale² par le groupe d'experts sur la finance durable s'appuie également sur ces grands textes et principes fondateurs (Platform on Sustainable Finance. 2022), en incluant notamment la Charte sociale européenne ou le socle commun des droits sociaux.

On pourrait dire, qu'avec l'enjeu « environnemental », l'enjeu « social » consiste à transposer dans la réalité les principes énoncés en matière de droits humains (civiques, politiques, économiques et sociaux).

Répondre à ces enjeux peut impliquer des changements dans les modèles économiques des organisations et aussi exiger une redirection des flux financiers vers les activités apportant des solutions à ces enjeux.

2.1.2 Finance à impact

Cette redirection des flux financiers implique justement une redéfinition du rôle et des pratiques du secteur financier. C'est tout le sens des initiatives de la finance durable et en particulier de la finance

¹ On parle bien ici de frontières planétaires (« planet boundary ») et non de limites planétaires. Contrairement aux limites qui sont censées marquer le passage d'un point de bascule (« tipping point ») supposé irréversible d'un système donné, les frontières sont situées plus ou moins en deçà de la limite, à l'intérieur d'une zone d'incertitude scientifique, de façon à permettre de rester dans une zone sûre (« safe operating space »). Voir Boutaud et Gondran (2020).

² Ce travail semble être à l'arrêt actuellement mais propose des pistes intéressantes pour prendre en compte ces enjeux. Allenbach-Ammann (2022) : <https://www.euractiv.com/section/economy-jobs/news/social-taxonomy-risks-death-by-commission-neglect/>

à impact. Avant de rentrer dans le détail de ce qu'est la finance à impact, nous nous appuyons sur la définition du GIIN (Core Characteristics of Impact Investing) suivante :

« Les investissements d'impact sont des investissements réalisés dans des entreprises, des organisations et des fonds dans le but de générer un impact social et environnemental en même temps qu'un rendement financier. Les investissements d'impact peuvent être réalisés sur les marchés émergents et développés, et visent une gamme de rendements allant d'un taux inférieur au marché à un taux de marché, selon les circonstances. »

Au sein de la finance durable, la finance à impact apparaît comme la figure de proue dont la devise serait de répondre à des objectifs environnementaux et sociaux en cherchant à la fois à générer de l'impact (i.e. apporter des solutions) et à obtenir une certaine rentabilité financière.

La finance à impact peut être considérée comme un mouvement relativement récent, bien que les origines de la finance durable puissent remonter jusqu'à, au moins, les années 1970 (Bush et al. 2021). D'ailleurs, cette pratique de « niche » n'a été ajoutée à la liste des stratégies et des produits de la finance durable par Eurosif qu'en 2012 (Bush et al. 2021).

Ambitieuse, la finance à impact n'en n'est pour autant pas exempte de controverses. Nous le verrons, le secteur peut faire face à des définitions floues voire divergentes (Daggers et Nicholls, 2016) et avoir recours à des outils méthodologiques plus ou moins performants ou précis. Dans cette situation, et dans un contexte où la finance durable fait l'objet de critiques croissantes³, on parle déjà du risque « d'impact-washing », que Bush et al. (2021) définit de la manière suivante :

« [...] la dilution du terme "investissement d'impact", qui est utilisé comme un outil de marketing pour attirer des capitaux ou améliorer la réputation de l'entreprise sans se concentrer sur des solutions concrètes aux problèmes environnementaux et sociétaux. »

Dans ce contexte, quelles réponses peuvent être apportées pour « solidifier » les initiatives de la finance à impact ?

2.1.3 Comptabilité socio-environnementale

En parallèle du développement de la finance à impact, la nécessité de compléter l'information comptable des organisations est apparue pour intégrer les enjeux extra-financiers et ne pas limiter la comptabilité aux aspects purement financiers.

C'est déjà le message du rapport « Notat-Sénard » (2018) qui a servi de fondement pour la rédaction de la loi PACTE (2019) en France et qui, dans sa recommandation n°10, précise :

« Toute compréhension de l'entreprise passe par sa comptabilité. Or les enjeux sociaux et environnementaux qui doivent être considérés, en sont absents. De même que le droit des sociétés a pu apparaître décalé avec la réalité, la

³ Nous pouvons nous référer ici à une recherche rapide sur l'actualité récente à partir des mots clefs « ESG » ou « finance durable ». En particulier, le « scandale Orpéa » en France mais également les perquisitions auprès de Goldman Sachs par la SEC aux Etats-Unis et de Deutsche Bank par la justice allemande ont, en 2022, mis en lumière les risques de greenwashing, en particulier en lien avec les notations ESG. On pourra se référer à la bibliographie pour de plus amples informations et à Berg et al. (2019) pour une étude académique sur le sujet.

comptabilité strictement financière ne donne pas une image fidèle de la pratique des entreprises. Une étude pourrait donc être engagée sur ce sujet. »

On retrouve également ce message dans le discours introductif de Robert Ophèle, sous-gouverneur de la Banque de France, au colloque du conseil scientifique de l'AMF de Juin 2022. Dans son opinion⁴, CSRD serait le vrai « cœur du réacteur » de la finance durable, dans le sens où c'est bien cet échelon qui est censé fournir les informations pertinentes concernant les impacts extra-financiers des organisations. Sans ce passage obligé, le secteur financier ne peut raisonnablement espérer réorienter les flux financiers actuels vers les activités durables.

Cet appel à développer des systèmes d'informations comptables extra-financières se retrouve également dans l'action n°9 du plan d'action sur la finance durable de la Commission Européenne qui reprend notamment les recommandations du groupe d'experts sur la finance durable (High-Level Expert Group on Sustainable Finance. 2018) :

« Il est essentiel de mieux prendre en compte les questions de durabilité dans les normes comptables. Les informations sur la durabilité sont de plus en plus pertinentes pour les décisions des investisseurs, des prêteurs et des gestionnaires. L'intégration de ces informations est essentielle pour les aider à prendre des décisions d'investissement avisées. [...] Bien qu'il existe de nombreuses initiatives en matière de rapports sur la durabilité, l'ambition ultime doit être la convergence ou l'intégration des informations financières et extra-financières ou sur la durabilité, qui devraient être soumises à la même rigueur d'assurance que les exigences d'audit pour les informations financières. »

La nécessité de produire une comptabilité intégrée, c'est-à-dire mêlant financier et extra-financier, répond ici à l'objectif de piloter les organisations avec des outils comptables à la hauteur des enjeux environnementaux et sociaux.

Nous voyons ici un point de rencontre entre les démarches de la finance à impact, dont une définition et des outils de mesure pleinement opérationnels manquent encore à l'appel, et les développements de la comptabilité socio-environnementale. C'est ce point de convergence que nous nous proposons d'étudier, au regard des enjeux de durabilité, dans cette thèse professionnelle.

2.2 Enjeux : pourquoi s'intéresser à ce sujet ?

L'étude des liens et apports de la comptabilité socio-environnementale, et du modèle CARE en particulier, à la finance à impact présente un intérêt à plusieurs titres.

D'abord, nous l'avons mentionné, il s'agit notamment de répondre aux risques de green et d'impact-washing qui peuvent décrédibiliser l'ensemble des acteurs, en englobant « dans le même panier » les pratiques qui répondent aux enjeux sociaux et environnementaux et celles qui ne le font pas. A cet égard, avoir une information fiable et transparente paraît être un prérequis pour l'ensemble des parties prenantes : investisseurs, politiques, citoyens, entreprises, organisations non-gouvernementales...

Par ailleurs, faire le lien entre la finance à impact et la comptabilité socio-environnementale s'inscrit dans l'objectif général de la finance durable qui est d'accélérer la transition sociale et écologique en

⁴ Voir l'enregistrement vidéo, à partir de 4:00. <https://youtu.be/WRqjE5AuUDQ>

permettant la redirection des flux financiers vers les activités durables. Cet enjeu paraît d'ailleurs primordial lorsqu'on prend connaissance des ordres de grandeurs détaillés dans la figure suivante.

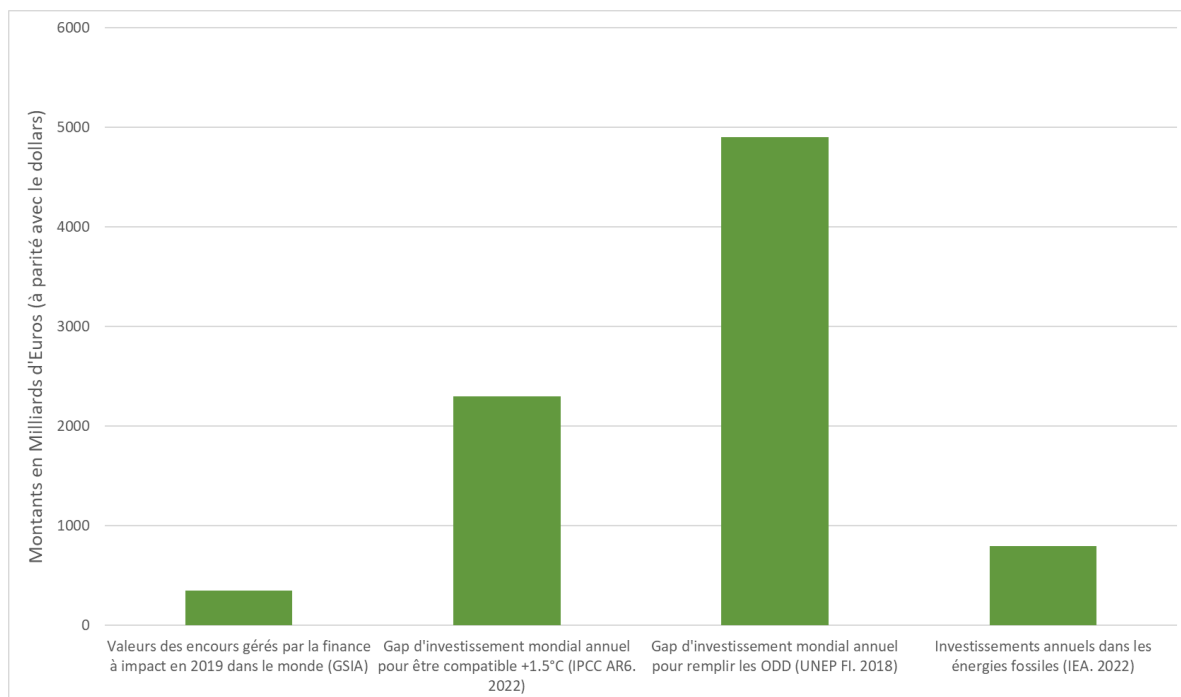


Figure 1 : Encours gérés par la finance à impact et besoins en investissements durables par an au niveau mondial

Source : GSIA, GIEC, UNEP FI, IEA

Comment la finance à impact peut-elle s'assurer d'avoir les outils performants pour être à la hauteur de ses ambitions et répondre aux risques d'impact washing ? En outre, peut-elle sortir du statut de niche et passer à l'échelle pour répondre à ces défis de financement ?

2.3 Problématique

Etant donnés les enjeux que nous venons de voir, nous nous proposons donc d'étudier les points de rencontre entre la finance à impact et le modèle CARE. Ces liens et l'apport de la comptabilité socio-environnementale à la finance à impact pourraient se faire, *a priori*, autant d'un point de vue théorique qu'opérationnel.

Nous nous proposons de structurer nos recherches autour de la problématique générale suivante :

Quel peut être l'apport du modèle CARE pour préciser les définitions et pratiques actuelles de la finance à impact dans une optique de durabilité forte ?

Ce travail de recherche tâchera de répondre aux questions suivantes.

- Comment définir la notion d'impact ? Parle-t-on d'un contre-impact négatif ou d'externalités positives ? Qu'entend-t-on par transformation durable ? Qu'en est-il du risque de transfert d'impacts et peut-on donner une définition de l'impact *net* ? Doit-t-on parler d'impact ou de contribution ?

- Comment peut-on différencier l'impact de l'entreprise et l'impact de l'institution financière (IF) ?
- Comment peut-on traiter la question de l'engagement dans et en dehors du champ de la comptabilité ?
- La finance à impact doit-elle se limiter à financer des entreprises « vertueuses » ou peut-elle jouer un rôle pour accompagner les entreprises « classiques » dans une réduction de leur empreinte sociale et environnementale ? Comment la comptabilité peut-elle permettre cet accompagnement ?
- Peut-on coupler *conjointement* l'impact et la rentabilité financière ?
- Pour s'assurer de suivre une démarche « crédible », *comment* peut-on générer de l'impact ?
- En quoi la comptabilité socio-environnementale peut-elle être un outil opérationnel pour mener une démarche à impact, à la fois du côté des IF et de celui des entreprises ?

2.4 Objectifs de recherche

Notre travail se fixe les objectifs de recherche suivants :

- Analyser les définitions et démarches actuelles de la finance à impact au prisme de la double matérialité et de la durabilité forte
- Montrer quel peut être l'apport de la comptabilité socio-environnementale pour préciser et organiser les démarches de finance à impact
- Proposer une structure de la finance à impact fondée sur le cadre conceptuel de CARE et qui puisse s'inscrire dans un référentiel de durabilité forte
- Confronter la vision des acteurs du secteur avec cette proposition d'architecture de la finance à impact

2.5 Méthodologie et épistémologie

2.5.1 Méthodologie

Notre travail a donc cherché à répondre à la problématique posée en partie 2.3. Pour cela, nous avons eu recours à différentes méthodes de recherche et d'analyse que nous détaillons dans les paragraphes suivants.

Revue de littérature

Le travail de recherche a débuté par une revue de littérature (grise et académique), pour permettre de dresser un certain état des lieux des définitions et des pratiques de la finance à impact.

La bibliographie a cherché à inclure les thématiques de la finance à impact, la théorie du changement qui est une source importante mobilisée par le secteur et enfin la comptabilité socio-environnementale, et le modèle CARE en particulier.

Afin de contextualiser le travail de recherche dans un corpus théorique et éthique, nous avons également eu recours à une bibliographie plus spécifique à l'écologie, l'économie écologique et l'écologie relationnelle. Afin de préciser certaines problématiques particulières, la revue de littérature a également considéré les sujets de *reporting* extra-financier, de RSE, les débats sur la matérialité simple ou double, sur les initiatives de la finance durable et le contexte réglementaire correspondant. Enfin, nous avons également cherché à préciser les principaux enseignements de la recherche académique concernant la rentabilité financière des activités de la finance durable.

Nous avons fait le choix de ne pas effectuer une revue réglementaire poussée sur le sujet précis de la finance à impact, en considérant que ce segment de la finance durable ne fait pas l'objet, aujourd'hui, d'une réglementation spécifique. Le lecteur ou la lectrice intéressé pourra se référer au travail du cabinet Freshfields Bruckhaus Deringer LLP (A legal framework for impact : Sustainability in investor decision-making. 2021).

Les citations extraites de cette revue de littérature ont été traduites de l'anglais au français par l'auteur, à partir du site internet Deepl.

Définitions et choix épistémologiques

Dans le cadre de notre méthodologie, et pour structurer notre recherche, nous avons synthétisé dans les parties 2.5.2 et 2.6 le sens des termes que nous utilisons et les postulats qui sous-tendent nos conclusions. Ces éclaircissements sur ce qu'est, notamment, la comptabilité, la finance, les différentes visions de la durabilité ou de la double matérialité sont bien des parties intégrantes de notre méthodologie en ce qu'ils participent de la grille d'analyse que nous utilisons pour dresser l'état des lieux de la finance à impact (en partie 3) et pour proposer un cadre structurel à partir de CARE (partie 5).

Entretiens semi-directifs

Dans le but de rapprocher nos travaux à la vision des acteurs de terrains, nous avons effectué six entretiens de professionnels du secteur en Septembre 2022. Ces entretiens ont été menés de manière semi-directive avec pour objectif de confirmer ou infirmer les principales réflexions que nous avons menées dans notre travail. A cet égard, nous avons cherché à faire parler les personnes interrogées, en laissant d'abord la discussion ouverte à de nouveaux sujets potentiellement non-identifiés. Dans un deuxième temps, les questions posées ont permis de faire repréciser certaines réponses et de les relier avec les enseignements ou réflexions de notre travail.

Ces entretiens ont fait intervenir deux personnes qui jouent ou ont joué un rôle transversal, en coordonnant deux rapports *de place* sur la finance à impact. Le point de vue recherché ici a bien été d'avoir une vue relativement globale sur les différentes appréciations et pratiques des acteurs de la finance à impact. Trois autres personnes interrogées ont présenté directement leur point de vue en tant que praticien de la finance à impact (en tant que gérants de fonds à impact et en tant que consultant dans le secteur). Une sixième personne a permis d'apporter la vision d'une entreprise à impact, en tant qu'expert impact dans une entreprise de l'ESS.

Les échanges ont été structuré à partir d'une même grille d'entretien qui a été adaptée pour la personne représentant une entreprise à impact, afin de concentrer la discussion autour de la manière dont l'entreprise s'y prend pour générer de l'impact et comment la comptabilité pourrait être utile à cet égard.

Ces entretiens n'ont pas fait l'objet de transcriptions.

Il est important de rappeler que ces entretiens n'ont pas cherché à valider de manière définitive les réflexions portées par notre travail. En quelques sortes, il s'agit d'enquêtes de situation. Cette thèse professionnelle doit être vue comme une étude théorique qui identifie des pistes de travail relatives à la problématique et qui seraient à développer et à étayer plus en avant.

2.5.2 Fondements épistémologiques

Nous rappelons ici les fondements épistémologiques à partir desquels notre travail a été mené. Nous expliquons succinctement les postulats qui y sont liés pour rendre explicite le cadre théorique dans lequel nous plaçons notre travail et duquel découlera partiellement la dernière partie de ce travail (partie 5). A cet égard, nous mentionnons également les principes « concurrents » pour situer le travail dans un certain contexte de controverses. Nous ne rentrerons cependant pas dans le détail de la discussion de fond qui sous-tendent ces postulats.

Notre travail touche à la comptabilité et, par conséquent, au domaine des sciences de gestion. Il diffère donc du champ de l'économie, en ce que la comptabilité porte sur une unité d'analyse (l'entreprise en tant que processus) différente de l'économie (les agents économiques). Cependant, sans en faire partie, notre travail n'en est pas moins influencé par le courant de pensée économique de l'économie écologique (« ecological economics ») qui s'oppose notamment au courant néoclassique. Nous rappelons donc ici certains de ses fondements en ce qu'ils peuvent permettre de mieux comprendre nos réflexions.

L'économie écologique est définie par Spash (2017) en tant qu'elle place :

« [...] l'économie dans ses limites biophysiques, tout en reconnaissant la nécessité pour la conduite de la société humaine de respecter les autres, présents et futurs, humains et non-humains. »

Nous pouvons mentionner quelques-uns des principaux fondements ontologiques (relatif à l'objet étudié), épistémologiques (sur la connaissance développée) et méthodologiques que nous reprenons et qui se retrouvent communément dans le courant de l'économie écologique (Spash. 2012) :

- L'économie (et la finance ou les entreprises) est encadrée dans un système bio-géo-physique, d'abord, mais également social et sociétal. Spash (2012) :

« Une ontologie hiérarchique est acceptée, dans laquelle il existe une structure ordonnée (par exemple, biophysique, sociale, économique). »

- Holisme (le tout est plus grand que la somme des parties). Spash (2012) :

“La société et l'individu sont distincts en ce sens que la première ne peut être réduite au second et que le second ne peut simplement être agrégé pour créer la première.”

- Incertitude radicale (impossibilité d'attribuer des probabilités à l'ensemble des éventualités d'une situation donnée). Spash (2012)

« Les systèmes complexes et leurs interactions créent des propriétés émergentes et sont par nature imprévisibles. »

- Performativité : L'économie ne se contente pas d'étudier la réalité mais contribue également à la façonner. Spash (2012) :

« L'économie écologique peut changer le monde en permettant de mieux comprendre la structure de la réalité sociale et environnementale dans laquelle nous vivons et en communiquant ses conclusions pour contribuer à ce changement. »

- Transdisciplinarité : L'économie cherche à communiquer avec d'autres disciplines (biologie, écologie, sciences sociales...) pour interpréter des systèmes complexes. Spash (2012) :

« L'économie écologique est une approche interdisciplinaire visant à la compréhension. »

Pour compléter cette discussion, nous renvoyons à l'article « Ecological Finance Theory: New Foundations » (2020) où Lagoarde-Segot et Martinez étendent les fondements que nous venons de mentionner à la théorie de la finance, en opposition là encore à la vision néoclassique de la finance.

En ce qui concerne plus particulièrement les fondements du modèle CARE, nous renvoyons à Rambaud (2015) et également à la partie suivante de cette étude (2.6.3) où nous précisons notamment la conception latourienne de l'écologie relationnelle.

2.6 Définitions et précisions conceptuelles

Nous cherchons ici à définir certains termes et concepts qui nous seront utiles dans la suite de notre travail. Nous ne rentrerons pas dans le détail des controverses que certains sujets peuvent générer mais nous tâcherons plutôt de préciser le positionnement qui est le nôtre vis-à-vis de ces controverses, tout en renvoyant le lecteur aux références et à la bibliographie utilisées.

Au-delà du rôle didactique que ces définitions peuvent jouer pour le lecteur qui ne serait pas familiarisé avec ces notions, nous souhaitons insister sur les raisonnements qui y sont liés étant donné qu'ils seront mobilisés tout au long de notre travail. Nous invitons donc le lecteur « initié » à ne pas sauter prématurément ce passage et à s'y référer en cours de lecture autant que de besoin.

Nous nous appuyons en grande partie sur les explications de la formation introductive à CARE (Rambaud. 2022b), de l'article « CARE : repenser la comptabilité sur des bases écologiques » (Rambaud. 2022a) et de « Mesure et définition des impacts extra-financiers des investissements » (Rambaud et al. 2022).

2.6.1 Comptabilité

Fondements

Nous reprenons ici la définition et les explications de Richard et al. (2018). La comptabilité est entendue comme un « ensemble de systèmes d'information subjectifs ayant pour objet la mesure de la valeur des moyens et des résultats d'une entité ».

Afin de préciser certains termes : le caractère subjectif de la comptabilité s'explique par le fait qu'elle est conçue par et est destinée à un acteur (un sujet) particulier. En cela, elle peut refléter correctement la réalité mais toujours dans le cadre du point de vue de l'acteur qui définit les règles de la comptabilité.

Il s'agit bien de mesurer la valeur, puisque les quantités des moyens et des résultats (bâtiments, matières premières, machines... argent) ne sauraient être sommés telles qu'elles, dans une même unité.

A partir de cette définition, on distingue quatre fonctions essentielles de la comptabilité (Rambaud. 2022b). Nous verrons par la suite en quoi ces fonctions répondent en bonne partie aux enjeux de la finance à impact.

- Prendre en compte : C'est-à-dire définir le régime de visibilité des choses et entités qui sont considérées ou non par la comptabilité
- Être comptable de : En gardant la trace des opérations passées, la comptabilité permet de structurer les régimes de responsabilité et de redevabilité (« accountability »), notamment en ce qui concerne les dettes d'une organisation
- Compter : Fonction qui semble essentielle et qui doit permettre de rendre commensurables, en termes monétaires ou non, des informations matérielles qui ne sont pas de même nature
- Rendre compte : La comptabilité, en tant que système d'information, est vu comme l'interface qui permet la discussion entre des destinataires donnés et dans un objectif donné

La comptabilité socio-environnementale

Jusqu'à maintenant, on a compris implicitement la comptabilité comme la comptabilité financière au sens strict. Notre travail porte sur l'apport du modèle comptable CARE et, à ce titre, a à voir avec une comptabilité qui élargit le champ des informations prises en compte aux enjeux sociaux et environnementaux. On peut parler de comptabilité socio-environnementale, ou comptabilité intégrée, c'est-à-dire une comptabilité « *intégrant [...] la nature et l'homme, à égalité de traitement avec les aspects financiers* » (Richard et al. 2018).

Nous reviendrons plus en détail, en partie 4.1.1, sur la manière dont CARE permet justement d'intégrer des informations financières et extra-financières. Pour le moment, nous rappelons seulement que l'intégration des enjeux financiers et extra-financiers peut se faire selon différentes méthodologies qui ne permettent pas toutes de répondre avec la même rigueur aux exigences de durabilité. Nous signalons également que toutes les méthodes d'intégration extra-financières ne passent pas nécessairement par la monétarisation (comme le fait CARE). C'est le cas par exemple du modèle comptable Limits and Foundation Towards Sustainability (LIFTS)⁵ ou du MultiCapital Scorecard⁶.

En termes de méthodologies de monétarisation, et tandis que CARE passe par une évaluation par les coûts de préservation (on peut dire de CARE qu'elle est une comptabilité en coûts historiques), d'autres méthodologies suivent une approche par les valeurs (par exemple, par la valeur actualisée ou l'internalisation des externalités...). En cela, la méthodologie de monétarisation utilisée dans CARE ne revient pas à « donner un prix à la nature ».

Comptabilité, reporting et finance

⁵ Ce modèle est développé par la Chaire Performance globale multi-capitiaux et notamment par Delphine Gibassier. Plus d'informations sur : <https://multi-capital-performance.audencia.com/articles/actualite/le-liffts-accounting-modelcopy/>

⁶ Ce modèle est développé par l'entreprise américaine Thomas & McElroy LLC. Plus d'informations sur : <https://www.multicapitalscorecard.com/>

Pour terminer de bien saisir la spécificité de la démarche comptable, on différencie ici cette discipline d'avec les méthodes du *reporting* et de la finance. On fait référence au reporting comme l'ensemble des méthodes permettant de lister des informations, sans nécessairement maintenir une architecture préétablie et cohérente et en éliminant la fonction de responsabilité (« *accountability* ») de la comptabilité (Richard et al. 2018)⁷.

La finance, en tant que discipline, est habituellement opposée à la comptabilité. En particulier, cette dernière se baserait sur des normes arbitraires, ne permettrait pas de refléter la vraie valeur de marché ou le taux de rentabilité interne (TIR) de l'organisation et serait tournée vers le passé. Richard et al. (2018) montre que ces affirmations ne sont pas fondées. En fait, ces affirmations ne sont vraies que tant que l'on demande à la comptabilité de ne pas utiliser des valeurs actualisées ou de ne pas produire des bilans prévisionnels, mais que la comptabilité peut également arriver à ces fins-là, si on lui demande !

2.6.2 Finance

Justement, nous souhaitons maintenant nous attarder brièvement sur ce qu'est la finance et quelles en sont les différentes conceptions. Nous reprenons ici le travail de Rambaud et al. (2022), en particulier son annexe 2 qui distingue deux conceptions de la finance.

Nous identifions un premier paradigme dit traditionnel où :

« [...] la finance n'est qu'un simple moyen d'apporter de l'argent (des fonds) à l'économie réelle (les entreprises), un outil qui alloue principalement l'épargne excédentaire des ménages aux entreprises contre une « récompense » financière ».

Dans une approche néoclassique, un deuxième paradigme fait son apparition à partir des années 1960 au sein du secteur financier où la finance :

« [...] n'est plus principalement axée sur le financement des entreprises et les marchés financiers sont plutôt utilisés pour évaluer les valeurs boursières et les risques des actionnaires (Artus et Boone, 2017) ».

Ces deux conceptions de la finance impliquent à leur tours deux visions différentes de la comptabilité, sur lesquelles nous reviendrons plus en avant. Nous ne faisons que mentionner que l'on peut distinguer deux modèles de comptabilité, l'un basé sur les coûts historiques (CH), appelé « modèle 1 », et l'autre basé sur la juste valeur (JV) et qui est appelé « modèle 2 » (Rambaud et al. 2022).

D'une manière plus spécifique, nous parlerons dans cette étude d'Institutions Financières (IF) pour se référer de façon générale aussi bien au système bancaire qu'aux investisseurs institutionnels, gestionnaires d'actifs ou fonds d'investissement. On regroupera donc sous ce terme toutes activités d'investissement ou de financement, qu'elles soient directes ou intermédiées.

⁷ On trouvera dans la bibliographie de cette thèse professionnelle plusieurs études portant sur les résultats, en termes de durabilité, de la mise en place par les entreprises de différents systèmes de *reporting* extra-financiers. On peut notamment consulter Bjørn et al. (2017) ; Jones et al. (2016) ; Milne et Gray (2013).

2.6.3 Ecologie

L'écologie est d'abord une discipline scientifique que Dajoz (2019) définit comme :

« [...] la science qui étudie les conditions d'existence des êtres vivants et les interactions de toutes sortes qui existent entre ces êtres vivants d'une part, entre ces êtres vivants et leur milieu d'autre part ».

CARE est un modèle comptable qui se compose d'un cadre conceptuel sur lequel peut se développer une méthodologie comptable permettant d'intégrer les enjeux financiers et extra-financiers au niveau des organisations. A cet égard, CARE s'appuie sur la définition de l'écologie que nous venons de donner mais également sur les principes de l'écologie relationnelle (Rambaud. 2015), telle que développés par Bruno Latour (1995, 1999).

Nous pouvons résumer ces principes à travers le sens que donne Latour (1995) au néologisme écologiser :

« Ecologiser veut dire créer les procédures permettant de suivre un faisceau de quasi-objets dont les liens de subordination demeurent incertains et qui obligent donc à une activité politique nouvelle adaptée à leur suivi ».

En ce sens, l'écologie est l'ensemble des procédures - scientifiques, sociales, économiques et politiques - permettant de cohabiter un monde commun, entre humains et non-humains. Cette définition de l'écologie ne se réduit donc pas à un environnementalisme mais prend bien en compte les conditions de vie commune entre humains d'une part, et entre humains et non-humains d'autres part. A partir de cette vision de l'écologie relationnelle, CARE cherche à faire de la comptabilité un outil (*une procédure*) qui participe de cette cohabitation d'un monde commun.

2.6.4 Double matérialité

Contexte

En comptabilité, une information est dite « matérielle » si son omission ou son altération modifie la décision qui est prise par l'utilisateur du système comptable.

En matière de normalisation extra-financière, les débats actuels se portent sur la matérialité simple (approche « outside-in »), qui considère les impacts des facteurs externes (environnement, société...) sur l'organisation, et la matérialité socio-environnementale (approche « inside-out »), qui prend en compte les impacts de l'organisation sur l'extérieur (environnement, société...). La double matérialité prend en compte ces deux approches. Nous faisons bien sûr référence ici aux positions divergentes de l'ISSB et de l'Union Européenne (à travers l'EFRAG, notamment) sur le sujet.

En se plaçant dans une approche en matérialité simple (ou matérialité financière), l'ISSB (2022) considère que seules sont jugées matérielles (et doivent donc être prises en compte) les informations extra-financières qui ont un impact sur la valeur financière de l'organisation.

« Les informations financières importantes liées à la durabilité donnent un aperçu des facteurs dont on peut raisonnablement penser qu'ils influencent les

évaluations de la valeur d'entreprise d'une entité par les utilisateurs primaires. »⁸

A l'inverse, l'EFRAG recommande d'adopter une approche en double matérialité où la comptabilité doit fournir des informations concernant :

« (i) les impacts significatifs de l'entité déclarante en matière de durabilité sur les parties prenantes concernées (y compris l'environnement) et (ii) les risques et opportunités significatifs en matière de durabilité pour sa propre création de valeur. »

Par définition, la finance à impact se positionne dans une démarche en matérialité double puisqu'elle cherche à générer des changements (impacts) dans le monde réel.

Controverses sur la notion de matérialité socio-environnementale

Nous ne reviendrons pas en détail sur les différentes conceptions de la matérialité simple et de la matérialité socio-environnementale mais nous renvoyons encore une fois à Rambaud et al. (2022). Brièvement, cependant, nous pouvons différencier deux types de matérialité socio-environnementale.

Une approche « utilitariste » de la matérialité socio-environnementale consiste à appréhender les impacts générés par l'organisation sur l'extérieur (l'environnement, par exemple) à travers les modifications engendrées sur les fonctions d'utilité (i.e. bien être) des agents économiques. Cette approche est issue notamment des principes de l'économie néoclassique et de la théorie des externalités.

L'externalité, dans son sens économique, est définie par Guerrien (2012) :

« [...] pour désigner toute situation où les activités d'un (ou de plusieurs) agent(s) économique(s) ont des conséquences sur le bien-être (au sens large) d'autres agents, sans qu'il y ait des échanges ou des transactions entre eux. Lorsque ces conséquences sont bénéfiques, on dit que l'externalité est positive ; elle est négative dans le cas contraire. »

Dans une approche appelée « écologique » par Rambaud et al. (2022), la matérialité socio-environnementale comptabilise les impacts causés à l'environnement, considéré en lui-même et en dehors des services ou des bénéfices qui peuvent en être tirés pour les êtres humains.

A titre d'exemple, le capital humain (par exemple, un salarié d'une entreprise) est envisagé dans son intégrité et non pas par rapport à ce qu'il peut générer comme valeur pour l'entreprise. Dans le cas du climat, l'émission d'une tonne de CO₂ dans l'atmosphère sera considérée, dans une approche « écologique », en ce qu'elle implique une perturbation du système climatique en tant que tel. A l'inverse, cette même émission ne sera prise en compte, dans une approche « utilitariste », que si elle conduit à une externalité, c'est-à-dire une modification positive ou négative du bien-être économique d'un agent (sans avoir donné lieu à une transaction entre agents).

Sur les limites de la théorie des externalités

⁸ Dans son « Exposure Draft on IFRS S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information », l'ISSB définit les « primary users » comme « les investisseurs, prêteurs et autres créanciers existants et potentiels ». « Enterprise value » fait référence à « la valeur totale d'une entité. Il s'agit de la somme de la valeur des capitaux propres de l'entité (capitalisation boursière) et de la valeur de la dette nette de l'entité ».

Nous reprenons ici les conclusions de Godard (2004) qui se base lui-même sur le modèle de Pearce (1976) concernant les analyses en coût-bénéfice.

L'approche néoclassique de l'internalisation des externalités apparaît comme l'outil privilégié des politiques publiques de gestion de l'environnement, depuis les années 1970 et l'émergence du concept de développement durable. Il s'agirait alors de créer les conditions suffisantes pour internaliser les externalités au sein d'un marché *ad hoc* (e.g. le système européen d'échanges de quotas d'émissions, en anglais « *European Union Emission Trading Scheme* », *EU ETS*).

Cependant, selon Godard (2004), cette méthodologie conduit à ne pas respecter les conditions biophysiques de reproduction de l'environnement. En effet, pour qu'il y ait une externalité au sens économique, il a fallu antérieurement qu'une dégradation environnementale ait eu lieu de manière à dépasser la capacité d'assimilation d'un milieu (la capacité d'assimilation de polluants, par exemple). Or l'internalisation des externalités ne consiste pas maintenir ces dégradations dans le cadre de la capacité d'assimilation mais à déterminer un niveau de production optimal où coûts marginaux de dépollution et des dommages entraînés (externalités) sont égalisés. Godard (2004) :

« Par nécessité théorique, l'optimum de production après internalisation des effets externes environnementaux se trouve en un point excédant le seuil compatible avec la capacité d'assimilation de l'environnement. »

Par ailleurs, l'internalisation des externalités est fondée sur un dévoiement méthodologique qui approxime la dégradation environnementale (qui s'exprime en termes biophysiques) par la valeur économique de l'externalité (le manque à gagner économique pour la société). Il n'y a aucune raison de principes pour que ces deux valeurs soient égales. Dans le premier cas, il s'agit d'une prise en compte des conditions de préservation de l'environnement sur une base scientifique tandis que, dans le deuxième cas, on suit un raisonnement utilitariste d'optimisation du bien être des agents économiques.

En cela, nous considérons que la gestion environnementale ou les systèmes comptables qui consistent à passer par une internalisation des externalités ne sont pas à même d'assurer la préservation de l'environnement dans son intégrité.

2.6.5 Durabilité

Les différentes conceptions de la durabilité

Nous reprenons ici les discussions sur les différentes conceptions de la durabilité qui animent les débats parmi les économistes depuis les années 1990 et le début des années 2000. Nous résumons dans ce paragraphe les principaux éclairages que font Ayres (2001) et Ekins et al. (2003) au sujet de ces débats.

Nous ne ferons donc qu'une très rapide exposition des différentes conceptions de la durabilité, en insistant sur deux éléments qui sont au cœur du débat : (i) la substituabilité des capitaux et (ii) la plus ou moins grande perméabilité de la science économique avec les sciences naturelles (biologie, écologie...).

Selon Ayres (2001), la conception de la « durabilité faible » (« *weak sustainability* ») cherche à assurer une équité intergénérationnelle, c'est-à-dire à maintenir le bien être global de l'humanité dans le

temps. Cette approche s'appuie sur la substituabilité des différents capitaux (i.e. le capital, au sens économique du terme, le travail et les ressources naturelles). On postule alors qu'une augmentation de la valeur du capital (« human-made ») peut compenser la diminution de la valeur d'un autre type de capital (les ressources naturelles, par exemple). Ayres (2001) précise :

« Il inclut le capital naturel, en principe, mais il permet également une substitution pratiquement illimitée entre le capital naturel et le capital créé par l'homme. »

Entre autres conséquences, la durabilité faible passe par une évaluation du bien être en des termes *purement* économiques de production et de consommation. Par ailleurs, les niveaux de stocks de capital ne sont pas pris en compte ici puisque seulement les flux (économiques) générés par ces capitaux sont valorisés.

Ayres (2001) mentionne le cas des îles Nauru, qui a été étudié notamment dans Gowdy et McDaniel (1999), comme contre-exemple à la conception de la durabilité faible et de la substituabilité des capitaux.

Dans une approche de « durabilité forte » (« strong sustainability »), les auteurs postulent une non-substituabilité, totale ou partielle, des capitaux. A partir d'une définition du capital qui se structure autour de quatre types de capitaux (Etkins. 1992) – le capital manufacturé, le capital humain, le capital social/organisationnel et le capital naturel (ou écologique) – on peut caractériser le capital naturel en ce qu'il assure quatre types de fonctions (Pearce et Turner. 1991) : fourniture de ressources ; absorption de déchets ; fonctions de support (régulation du système climatique, couche d'ozone, maintien des écosystèmes...) et « services d'agrément » (« amenity services »), tels que la possibilité d'apprécier un beau paysage par exemple.

Par conséquent, avec cette analyse des fonctions du capital naturel, les partisans de la durabilité forte considèrent que certains capitaux naturels peuvent être appelés « critiques », en ce qu'ils assurent des fonctions qui ne peuvent être couvertes par des capitaux manufacturés. On reproduit la définition suivante (Etkins et al. 2003) :

« Le "capital naturel critique" peut alors être défini comme le capital naturel qui est responsable de fonctions environnementales importantes et qui ne peut être remplacé dans la fourniture de ces fonctions par du capital manufacturé. »

A la différence de l'approche en durabilité faible qui considèrent avant tout les flux, la création de richesses passe ici par l'utilisation des capitaux et par le maintien d'un certain niveau de stocks de capital, car c'est ce qui permet d'assurer que, dans le temps, les flux de richesses puissent continuer d'être créés. Si le stock de capital diminue, les perspectives de création de richesse, à terme, diminuent également et la situation est dite « non-durable » (Etkins et al. 2003).

Ayres (2001) propose une réflexion originale à propos de la durabilité en souhaitant la rapprocher des apports de l'écologie (Holling. 1973) et de la définition de la stabilité et de la résilience que cette discipline en donne. Selon Ayres, il faudrait notamment chercher à intégrer modèles économiques et sciences écologiques. Dans cette optique, nous retrouvons ici la critique faite à l'internalisation des externalités (voir partie 2.6.4 : Double matérialité) qui suit un raisonnement marginaliste et que Ayres (2001) considère comme non compatible avec le respect de marges de sécurité propres à maintenir le capital naturel :

« Afin de pouvoir traiter la stabilité et l'incertitude d'une manière cohérente avec la théorie écologique, l'intégration des modèles économiques et

écologiques est nécessaire. À moins que les externalités ne couvrent les impacts dynamiques - y compris les effets évolutifs des activités et des décisions prises maintenant - l'"internalisation" ou l'"optimisation" de ces externalités est inadéquate pour réaliser la durabilité environnementale au sens de Holling. Cette perspective peut être liée à celle de la durabilité forte, en reconnaissant que le maintien du capital naturel nécessite une approche de précaution qui prend en compte les marges de sécurité, car la stabilité n'est pas garantie en opérant à la marge des niveaux optimaux de capital. »

Durabilité : quel est le positionnement de CARE ?

CARE, nous le verrons en partie 4, se différencie de la plupart (quasi-totalité) des approches en durabilité forte en ce que, dans CARE, le capital est vu comme une dette, et non pas comme un actif source de revenus (ou de services).

En effet, Etkins et al. (2003) donne la définition suivante du capital. Cette vision du capital s'intègre dans ce que nous avons appelé la comptabilité « modèle 2 » (voir partie 2.6.2 : Finance), qui n'est pas celle de CARE.

« L'essence du concept de capital est qu'il s'agit d'un stock qui possède la capacité de donner lieu à des flux de biens et/ou de services. »

A l'inverse, dans l'optique de la comptabilité « modèle 1 » sur laquelle repose CARE, le capital (financier, naturel ou humain) est une *source de préoccupation* pour l'organisation qui s'engage alors à maintenir le dit capital dans un certain état, indépendamment des revenus générés à partir de l'exploitation de ce capital.

Cette approche implique de coupler un raisonnement sur les *flux* (par exemple, émissions de GES) avec un suivi précis d'un *stock* ou d'un état donné (un budget carbone permettant de maintenir le réchauffement climatique en deçà d'un certain niveau, par exemple). Ainsi, la durabilité consiste à inscrire l'organisation dans le cadre de seuils écologiques (environnementaux et sociétaux) à l'intérieur desquels on considère pouvoir maintenir les conditions du « bon » fonctionnement du capital considéré. Dans CARE, ces niveaux normatifs sont appelés les Bons Etats Ecologiques (BEE). Nous donnerons plus de détails en partie 4 sur ce que l'on entend par BEE, mais nous pouvons d'ores et déjà retenir que les BEE sont vus comme des états de référence d'un capital donné qui sont censés être respectés et qui ont été définis sur une base scientifique et négociés collectivement.

A titre d'exemple, la réglementation européenne définit le « bon état » des masses d'eaux dans la Directive Cadre sur l'Eau (DCE) de 2000 dans un sens normatif et à partir d'une série d'indicateurs biologiques, chimiques et quantitatifs. Aussi, dans la sphère sociale et sociétale, l'ODD n°1 (« Éliminer la pauvreté sous toutes ses formes et partout dans le monde ») et son indicateur 1.1 (« D'ici à 2030, éliminer complètement l'extrême pauvreté dans le monde entier (s'entend actuellement du fait de vivre avec moins de 1,25 dollar des États-Unis par jour) ») pourraient être vus dans ce sens : un état de référence (un seuil) que l'on a décidé de se fixer et de respecter (ou de chercher à atteindre).

2.6.6 Terminologie

Nous précisons ici certains termes que nous utiliserons dans le cadre de ce travail.

Nous reprenons la définition de l'impact dans le sens que lui donne la Théorie du Changement (TdC). Thierry Sibieude (dans Bernard-Colinet. 2020a) définit la TdC de la manière suivante :

« L'outil [la TdC] représente un cadre de pensée qui permet au décideur de prendre du recul sur ses activités, de se poser les bonnes questions, de fixer et maintenir un cap pour guider sa stratégie d'action au service de l'impact recherché. »

Pour situer plus précisément l'impact, on peut se référer à la chaîne de valeur de l'impact ou « impact pathway », telle que représentée par Thierry Sibieude et que nous reproduisons dans la figure suivante.

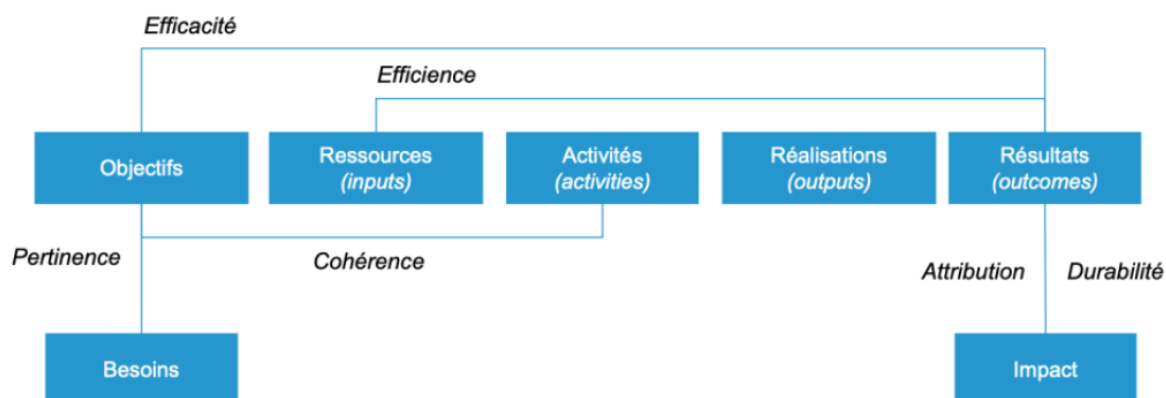


Figure 2 : La chaîne de valeur de l'impact
Source : Thierry Sibieude, dans Bernard-Colinet (2020a)

L'impact est alors défini :

« C'est l'appréciation de tous les effets significatifs attribuables directement ou indirectement au projet sur son environnement, effets aussi bien positifs que négatifs, prévus ou imprévus, sur le plan économique, social, politique ou écologique, (et c'est la notion d'attribution ou de contribution) sur une durée déterminée (moyen et/ou long terme qui recouvre la notion de durabilité). »

Dans cette étude, nous utiliserons le terme d'entreprise dans un sens large qui recouvre toute organisation qui développe une activité propre, dans un but commercial ou non et sous statut privé ou non. Nous pourrions inclure alors sous le terme entreprise des organisations aussi diverses que des structures de l'ESS, des associations, des entreprises à capital privé ou entités du secteur public...

Par « activité » d'une entreprise, nous comprenons la fonction centrale d'une entreprise de produire, à partir d'intrants (inputs), des biens et des services à destination de consommateurs, d'utilisateurs ou de bénéficiaires. Le « modèle d'affaires » d'une entreprise, selon Bouquin (2011), peut être défini autour de son modèle stratégique et de son modèle financier :

« [...] »

- Sa capacité à définir une offre pertinente pour les clients qu'elle vise, à organiser les processus que cette offre mobilise, et à réunir et organiser les ressources humaines, techniques et organisationnelles requises : c'est son modèle stratégique⁹ ;

⁹ Note de l'auteur cité dans Bouquin (2011) : « La stratégie ne suppose pas un univers concurrentiel. Elle est un moyen d'accomplir ses missions. Ceci touche toute organisation. »

- *Sa capacité à mettre en œuvre ce modèle stratégique dans les conditions économiques qui dégagent une rentabilité (ou une performance économique) suffisante, donc à maîtriser ses coûts (un coût est une consommation de ressources), ses financements et ses besoins de financement : c'est le modèle financier.*

Modèle stratégique et modèle financier forment ce que l'on appelle le « modèle économique » ou modèle d'affaires ou business model de l'entreprise. »

3 Panorama de la finance à impact

3.1 Description du secteur

Nous proposons ici une description rapide du secteur de la finance à impact à partir d'études sectorielles publiées par le GSIA (Global Sustainable Investment Review 2020) et par le GIIN (Annual Impact Investor Survey 2019). Les deux études ne se recoupent pas exactement en termes de définitions ou de méthodologies mais permettent de proposer certains ordres de grandeur que nous jugeons suffisants pour notre travail.

A cet égard, nous considérerons dans les deux cas une taille de la finance à impact qui permet de la qualifier comme une niche, avec près de 352 milliards de dollars d'encours selon le GSIA, à fin 2020, contre près de 715 milliards de dollars selon le GIIN (fin 2019).

Selon le GSIA, le secteur de la finance durable, dans lequel s'intègre la finance à impact, représenterait près de 35,9% des actifs sous gestion dans le monde en 2020, à 35 301 milliards de dollars.

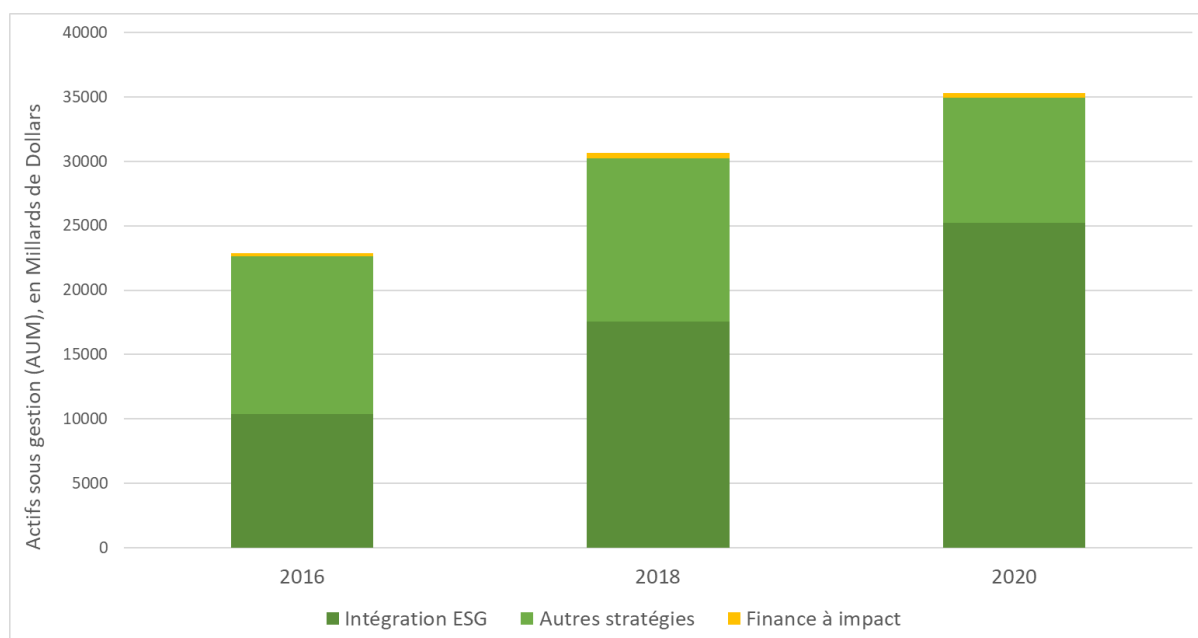


Figure 3 : Evolution dans le monde des actifs sous gestion (AUM) de la finance durable

Source : GSIA. 2021

Selon le GIIN, qui se fonde sur un sondage auprès de 294 IF qui se déclarent elles même compatibles avec la définition de la finance à impact du GIIN, près de 30% des IF à impact se situeraient en Europe et près de 50% en Amérique du Nord.

Parmi les principaux messages de l'étude du GIIN, les IF sondées considèrent que les systèmes de mesure de l'impact et les démarches opérationnelles sont plus matures qu'aux débuts de la finance à impact. Cependant, il ressort des différents sondages du GIIN publiés dans cette étude que des efforts doivent être fournis pour permettre d'autres améliorations des systèmes de mesure de l'impact autour des enjeux suivants :

- Permettre une plus grande homogénéité dans l'utilisation des systèmes de mesure de l'impact (IMM)

- Répondre aux risques de l'impact-washing
- Répondre aux difficultés actuelles à démontrer les résultats de l'impact
- Répondre aux difficultés actuelles à comparer les résultats de l'impact entre pairs

L'étude du GIIN constate, par ailleurs, que près des deux tiers des IF sondées se fixent des objectifs de rentabilité financière équivalents aux niveaux des marchés financiers.

3.2 Définitions de la finance à impact

Dans les parties 3.2 et 3.3 qui suivent, nous allons chercher maintenant à étudier, respectivement, les différentes définitions et les méthodologies de mesure de l'impact qui sont actuellement utilisées.

L'objet n'est peut-être pas tant de faire une cartographie cohérente des définitions sélectionnées plutôt que de faire ressortir les divergences et controverses entre ces définitions. On constatera en effet que les points de convergences et de divergences entre les différents travaux (académiques ou professionnels) sont loin de permettre de regrouper les différentes définitions autour de grands axes cohérents ou d'une manière plus ou moins structurée.

L'objectif, cependant, de cette partie est bien de pouvoir faire ressortir les principaux enjeux auxquels fait face le secteur de la finance à impact, à la fois dans ses approches plus « théoriques » (sur le versant « définition ») et dans sa dimension « pratique » (avec l'étude des méthodes de mesure de l'impact).

3.2.1 Sélection des définitions et grille d'analyse

Sélection des définitions

Afin de sélectionner les définitions de la finance à impact que nous avons étudiées, nous avons cherché à obtenir une diversité de points de vue en intégrant des définitions qui répondent aux critères suivants :

- Des définitions « de place » ou des travaux transversaux qui ne répondent pas à la définition unique d'un acteur particulier de la finance durable
- Des définitions « récentes ». Le sujet de la finance à impact évolue rapidement et fait l'objet de développements rapides. C'est pourquoi nous avons cherché à nous limiter aux travaux publiés dans les dernières années
- Des définitions issues des acteurs de terrain et des définitions proposées par le monde académique. Il paraît pertinent de diversifier les approches en ce sens pour compléter les définitions issues du monde « professionnel » par les travaux de recherche sur le sujet.

Nous détaillons dans le tableau suivant les différentes définitions et travaux sélectionnés.

| | |
|--|---|
| Finance for Tomorrow (2021) | Définition de la finance à impact |
| Bernard-Colinet (2020a et 2020b) | Doter la France d'une culture commune de l'investissement à impact et Investir pour transformer durablement |
| IFC (2019) | The Promise of Impact Investing |
| GIIN (2020b) | Core Characteristics of Impact Investing |
| UNEP FI (2017) | Principles for Positive Impact Finance |
| FIR et France Invest (2021) | Investissement à impact - Une définition exigeante pour le coté et le non-coté |
| Brest et Born (2013) | Unpacking the Impact in Impact Investing |
| Kölbel et al. (2020) | Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact |
| Bush et al. Et Eurosif (2021) et (2022) | Impact investments: a call for (re)orientation et Classification Scheme for Sustainable Investments |
| Caldecott et al. (2022) | Sustainable Finance and Transmission Mechanisms to the Real Economy |

Figure 4 : Définitions de la finance à impact sélectionnées

Conception de la grille d'analyse

A partir de la sélection des définitions précédentes, nous avons regroupé autour de trois questions centrales les principales « sous-questions » auxquelles chaque proposition cherche habituellement à répondre en donnant une définition de la finance à impact.

- Qu'est-ce que la finance à impact ? Il s'agit ici essentiellement de comprendre ce qu'est la finance à impact et les objectifs auxquels elle cherche à répondre et les principes à partir desquels elle se structure
- Comment peut-on générer de l'impact ? Avoir défini ce qu'est la finance à impact ne renseigne pas nécessaire sur comment l'impact peut être généré.
- Comment peut-on mesurer l'impact ? Nous chercherons ici à comprendre quels sont les grands principes proposés pour permettre de mesurer l'impact généré.

3.2.2 Analyse comparée des définitions de la finance à impact

Nous avons inclus en annexes le détail de l'analyse comparée des différentes définitions.

Qu'est-ce que la finance à impact ?

Beaucoup de définitions, issues du monde académique ou du monde professionnel, se rattachent à la notion d'externalité, dans son sens économique, pour définir l'impact (positif). On retrouve cette référence dans les définitions anglo-saxonnes du GIIN (« *Change in end-stakeholders' well-being or state associated with activity* ») de l'IFC (« *social value* ») mais aussi du FIR et France Invest (« *L'impact se réfère aux externalités sociales et/ou environnementales positives attendues des investissements* ») et dans la définition académique de Brest et Born (2013).

A l'inverse, certaines définitions différencient clairement l'impact et l'externalité, notamment dans Bernard-Colinet (2020a) (« *L'impact est différent de l'externalité générée par une action.* ») et dans Finance for Tomorrow. La distinction n'est cependant pas justifiée sur les mêmes bases ou exactement dans les mêmes termes. Dans le cas de Bernard-Colinet, l'externalité est définie dans son sens strictement économique tandis que Finance For Tomorrow distingue les externalités, supposées involontaires, des effets qui sont recherchés par la finance à impact et qui sont donc intentionnels.

L'impact, quand il est défini en tant que tel, s'intègre habituellement dans la vision que nous avons présentée en partie 2.6.6 comme un modèle « logique » de l'action. En particulier, on retrouve dans Bernard-Colinet (2020a) cette définition de l'impact (« *une somme de changements qui interviennent en conséquence des résultats d'une action* »). Kölbel et al. (2020) propose d'analyser l'impact à partir de trois éléments : une altération d'un niveau de référence (« baseline »), un paramètre clairement identifié, un lien de causalité. L'IMP (2018) définit l'impact comme « *un changement dans un résultat causé par une organisation. Un impact peut être positif ou négatif, intentionnel ou involontaire* ».

Il est important de mentionner ici que, de manière générale, les travaux académiques se placent dans une démarche légèrement différente de celle des acteurs de « terrain ». En effet, le travail des chercheurs se porte plutôt sur la question de comment générer de l'impact plutôt que de définir ce qu'est la finance à impact. En particulier, Cadelcott et al. (2022) précise :

« Les débats sur la définition de "ce qui" est vert ou durable importent moins que "comment" les produits financiers rendent le monde plus vert ou plus durable. »

On retrouve souvent trois principes clefs de la finance à impact qui ne sont pourtant pas toujours défini de la même façon. Nous faisons référence ici à ce que nous avons appelé les « trois piliers » de la finance à impact que sont : l'intentionnalité, l'additionnalité et la mesure de l'impact.

En ce qui concerne l'intentionnalité, le rapport Bernard-Colinet (2020a) la rattache au fait d'étudier les mécanismes de causalité et de s'inscrire dans le cadre de la Théorie du Changement. Le GIIN définit l'intentionnalité comme le fait de formaliser les objectifs poursuivis, la thèse d'investissement et la stratégie mise en œuvre. Enfin d'autres définitions (IFC, FIR et France Invest) précisent que le critère de l'intentionnalité peut ne s'appliquer qu'au niveau de l'investisseur et ne pas s'appliquer nécessairement à l'entreprise financée.

L'ensemble des définitions ne mobilisent pas forcément le principe de l'additionnalité (Bernard-Colinet 2020a, GIIN 2020b). Parmi les définitions qui y font explicitement référence, l'IFC la définit comme la contribution de l'investisseur par rapport à un scénario contrefactuel (ce qui se serait passé s'il n'y avait pas eu d'action de la part de l'investisseur), tandis que Finance For Tomorrow cherche à rattacher

l'additionnalité à la « *contribution particulière et directe des acteurs financiers* ». L'UNEP FI définit l'additionnalité comme le fait de participer à l'un des objectifs des ODD.

Nous pouvons noter une relative cohérence à travers les différentes définitions sur la nécessité de mesurer l'impact, à la fois dans le but de gérer l'impact et d'en rendre compte aux parties prenantes. En particulier, l'IFC insiste :

« L'observation selon laquelle vous ne pouvez pas gérer ce que vous ne pouvez pas mesurer s'applique à l'impact social tout autant qu'aux rendements financiers. »

En parallèle de ces travaux issus du monde professionnel concernant les « piliers » de la finance à impact, les recherches académiques sont quelque peu divergentes sur ces trois principes.

Certains travaux académiques ne traitent pas l'un ou plusieurs de ces principes car ne faisant pas partie de leur champ d'investigation (Köbel et al. 2020, Caldecott et al. 2022) ou parce qu'ils considèrent que ce ne sont pas des caractéristiques clairement identifiables dans la pratique. Au contraire, les auteurs qui analysent l'additionnalité s'accordent à la définir comme la production d'impacts qui ne se seraient pas produits sans l'action de l'investisseur. En ce qui concerne la mesure de l'impact, les travaux académiques confirment la difficulté à mesurer l'impact et la nécessité de poursuivre les travaux en ce sens.

Au-delà de la discussion sur ces « piliers » de la finance à impact, nous voyons, à première vue, un certain consensus sur le fait que la finance à impact recherche à la fois un impact environnemental et social et une rentabilité financière (« *au côtés de* » pour l'IFC ; « *conjointement* » pour Finance for Tomorrow ou encore « *l'investisseur poursuit dès lors un double objectif de performance financière et d'impact* » pour FIR et France Invest).

A y regarder de plus près, nous identifions cependant certaines controverses entre les différentes définitions sur le lien entre rentabilité et impact.

Certaines définitions pointent du doigt en effet que la relation entre rendement et impact n'est pas forcément linéaire. En particulier, Bernard-Colinet (2020b) affirme :

« [...] l'orthogonalité entre la transformation durable et le couple rendement/risque. »

Il faut comprendre ici l'orthogonalité comme le découplage entre impact et rentabilité, c'est-à-dire qu'on ne peut pas prévoir une évolution corrélée entre l'impact et la rentabilité. Caldecott et al. (2022) se rapproche de Bernard-Colinet (2020b) en ce qu'il serait possible d'obtenir un meilleur impact pour différents niveaux de couple rendement/risque. A l'inverse, pour l'UNEP FI, il peut y avoir une cohérence totale entre impact et rentabilité :

« Au cœur du Manifeste pour un impact positif se trouve la proposition selon laquelle les objectifs de durabilité et les contraintes commerciales ou le risque et le rendement ne doivent pas être opposés. »

Enfin, sur le sujet de la rentabilité, quel niveau de rentabilité peut être acceptable pour un investisseur à impact ? Les opinions divergent, notamment entre les propositions du GIIN (« *d'un taux inférieur au taux du marché à un taux du marché ajusté au risque* ») et celle de Brest et Born (« *avec des retours financiers attendus allant de très concessionnaires à supérieurs au marché* »). Les auteurs semblent cependant s'accorder sur la différence fondamentale entre la finance à impact et la philanthropie.

Nous analysons un dernier point concernant cette question de « Qu'est-ce que la finance à impact ? ». Il s'agit de comprendre si l'on peut considérer les impacts négatifs et positifs dans une même interprétation ou une même mesure qui reviendrait à définir un impact *net* entre les différentes catégories d'impact.

Ce point apparaît comme encore largement en discussion au niveau des professionnels. Pour certains (Bernard-Colinet 2020a, Finance for Tomorrow 2021, GIIN 2020b), il s'agirait de prendre en compte, maîtriser, voire atténuer les effets négatifs, notamment pour Finance for Tomorrow (« *veiller à limiter les externalités négatives à travers tous les enjeux du développement durable* »).

Si le sens de maîtriser les effets et externalités négatives n'est pas forcément clair (est-ce maîtriser au niveau actuel ? en tendance ? en proportion des impacts « positifs » générés ? dans le cadre de seuils d'irréversibilité ?), la question se pose également de la pertinence de mesurer un impact *net*. Pour le FIR et France Invest, le sujet n'est pas tranché mais des réflexions sont mentionnées autour de la mesure des « *externalités positives ajustées des externalités négatives* », ce qui reviendrait à postuler la substituabilité des capitaux entre eux.

L'UNEP FI se fonde sur une vision moins exigeante sur ce point (durabilité faible), en postulant :

« [...] la plupart des secteurs ont au moins un impact positif sur l'un des trois piliers du développement durable. »

Comment peut-on générer de l'impact ?

Cette question est la question centrale des recherches académiques, tandis que les professionnels se sont en général concentrés sur la question normative de définir la finance à impact.

En premier lieu, pour répondre à cette question il paraît pertinent de différencier l'impact généré par l'entreprise et celui généré par l'IF. A cet égard, nous retrouvons un relatif consensus dans la différenciation entre l'impact de l'IF et celui de l'entreprise. Pour Bernard-Colinet (2020a), les six critères par lesquels est définie la finance à impact doivent être appliqués aux deux parties. Pour Finance for Tomorrow, la finance à impact sert à « *accélérer* » les transformations opérées au niveau de « *l'économie réelle* ».

Bien que l'impact propre à l'IF fasse l'objet d'une attention particulière, on considère que l'impact de l'entreprise est premier avec Brest et Born (2013) :

« Sans résultats fructueux de l'entreprise sociale, aucun investissement ne peut avoir d'impact social. »

Nous y reviendrons en partie 4.2.1, la recherche académique précise que l'impact généré par l'IF peut affecter l'impact généré par l'entreprise au travers de deux manières : (i) augmenter la quantité d'impacts générés par l'entreprise ; (ii) augmenter la qualité de l'entreprise (i.e. sa capacité à générer des impacts).

En ce qui concerne les « mécanismes de l'impact » que l'IF peut avoir à sa disposition, Finance for Tomorrow rappelle que « *les travaux scientifiques actuels ne permettant pas de démontrer une causalité directe entre l'acte de financement/investissement et la transformation d'une situation donnée dans l'économie réelle.* »

Les principaux leviers de l'impact identifiés, à partir des travaux académiques, sont l'apport de financements à l'entreprise pour lui permettre d'accroître la génération d'impact et l'accompagnement technique ou stratégique de l'entreprise par le biais de l'engagement (vote, coopération avec l'équipe dirigeante...).

Pour générer de l'impact, on peut se poser la question de savoir si la finance à impact doit se limiter à financer des entreprises « vertueuses » ou si elle peut jouer un rôle pour accompagner les entreprises « classiques » dans une « redirection écologique ». Au niveau de la profession, il s'agit plutôt d'un sujet encore ouvert au débat, avec Finance for Tomorrow qui précise cependant :

« Dans une dynamique de transition, l'objectif est aussi de soutenir les trajectoires de transformation à 360° des entreprises ».

Nous précisons cependant que les travaux en cours au sein de Finance for Tomorrow, et notamment ceux portant sur une « grille d'évaluation du potentiel de contribution d'un fonds à la transformation durable », visent à prendre en compte les « deux chemins » de l'impact où l'IF peut soit contribuer à améliorer et augmenter les impacts positifs d'une entreprise, ou bien l'accompagner pour diminuer son empreinte (impacts négatifs). Nous n'avons pas retenu cet outil dans notre analyse comparée, étant donné son état encore en cours de développement, bien qu'il semble apporter de nombreuses précisions aux travaux existants.

En ce qui concerne le travail de recherche académique, la différenciation entre quantité et qualité de l'impact débouche naturellement sur des leviers d'impact qui visent à améliorer les performances et les impacts des entreprises. Caldecott et al. (2022) :

« Le mécanisme qui a le plus d'impact est celui de l'adoption de pratiques par les entreprises. »

Kölbel et al. (2020) précise aussi qu'identifier les actions qui permettent de facilement ou rapidement (« faible coût de la réforme ») obtenir des résultats peut être une bonne manière pour l'IF de contribuer à générer de l'impact.

En ce qui concerne la question du « comment », il y a aussi celle des classes d'actifs « éligibles » à la finance à impact. A ce sujet, la profession a plutôt tendance à considérer que la finance à impact peut passer par l'ensemble des classes d'actifs, sous réserve de respecter les principes énoncés.

La recherche académique, quant à elle, a cherché à catégoriser les classes d'actifs en fonction des leviers d'impact identifiés (Caldecott et al. 2022). Les leviers d'impact principalement identifiés par la recherche impliquent que le marché secondaire n'est pas un outil efficace pour générer de l'impact en tant qu'investisseur (Brest et Born. 2013), bien qu'il ne soit pas exclu en tant que tel.

Enfin, l'horizon temporel pertinent est habituellement défini comme celui qui permet à l'entreprise de générer des impacts.

Comment peut-on mesurer l'impact ?

Nous étudions dans la partie suivante (3.3) les différentes démarches méthodologiques actuellement utilisées, ou en cours de développement, et qui visent à permettre la mesure de l'impact. Nous détaillons ici les grands principes énoncés par les différents travaux sur la finance à impact concernant la mesure de l'impact, sans rentrer dans le détail des outils utilisés (ce que ne font que très rarement les définitions sélectionnées d'ailleurs).

Une première étape que poursuivent les définitions de la finance à impact est de définir ou de se rattacher à des référentiels ou standards, notamment internationaux. Les ODD apparaissent comme un standard communément accepté au niveau de la profession, bien qu'ils puissent demander une adaptation au niveau local. Pour Finance for Tomorrow, les ODD sont « *acceptés et reconnus* », tandis que l'IFC précise :

« De plus en plus, les investisseurs d'impact définissent leur intention en termes de contribution à la réalisation des ODD. »

Parmi les différentes définitions, on retrouve également l'importance donnée à l'évaluation scientifique ou concertée des objectifs qui sont fixés dans une démarche de finance à impact. Pour Bernard-Colinet (2020a), on peut également répondre à un besoin nouveau qui a été identifié et étudié. Pour le GIIN (2020b), la définition des objectifs d'impact passe par :

« Identifier un besoin social ou environnemental fondé sur des preuves empiriques ou une science bien établie, ainsi qu'un besoin exprimé par la population ou la communauté environnementale que l'investissement vise à servir. »

La recherche académique, à l'inverse, n'étudie pas précisément ce point. Bush et al. (2021) définit, par contre, la finance version « *aligné sur l'impact* » (« *impact-aligned* ») en ce qu'elle se positionne par rapport à des niveaux de référence (« *benchmark analysis* ») ou via l'alignement aux ODD, tandis que la démarche « *générateur d'impact* » (« *impact-generating* ») cherche à étudier les impacts en tant que tels en ayant un rôle actif.

Concernant la mesure de l'impact, toutes les définitions ne s'accordent pas sur les grands principes. Notamment, nous identifions une certaine controverse autour de ce qui doit être mesuré : l'impact de l'entreprise (IFC, FIR et France Invest), l'impact de l'investisseur (Finance for Tomorrow), les deux (GIIN 2020b, Bernard-Colinet 2020a) ou l'un des deux (UNEP FI) ?

En ce qui concerne les méthodologies de mesure de l'impact, les travaux s'accordent à dire qu'aucune méthodologie de mesure de l'impact semble s'imposer comme la plus pertinente. Nous retrouvons également une divergence sur la nécessité d'un outil standardisé de mesure de l'impact (IFC) ou d'une approche diversifiée et décentralisée (Bernard-Colinet 2020a, Finance for Tomorrow).

En outre, la nécessité d'avoir une mesure d'impact intégrée (i.e. analysant le financier et l'extra-financier) reste au stade du débat (Finance for Tomorrow). En revanche, Bernard-Colinet (2020a) identifie l'intégration comme :

« un facteur clé de succès de l'investissement à impact. »

Cette vision se retrouve aussi au niveau du FIR et France Invest.

Les différents travaux s'accordent, de manière générale, à recommander de passer par le reporting plutôt que par la comptabilité.

En fonction du niveau d'exigence souhaité, la mesure de l'impact devrait faire l'objet d'une procédure de vérification, certification ou d'audit. Selon le GIIN (2020b), seulement 45% des sondés mettent en place des vérifications de l'impact par un tiers.

3.3 Méthodologies de la mesure de l'impact

Au cœur de la démarche à impact, on retrouve la nécessité de mesurer ce que l'on produit comme impact. Les définitions ne sont pas forcément liées à un outil particulier de mesure de l'impact. Comment comparer alors les outils de mesure de l'impact ?

3.3.1 Sélection des méthodologies étudiées

Contexte

Selon l'enquête du GIIN (« The State of Impact Measurement and Management Practice, Second Edition », 2020d), les outils et pratiques d'Impact Measurement and Management (IMM) répondent à plusieurs objectifs :

- Fixer des objectifs : Définir les défis environnementaux ou sociaux auxquels répondre ainsi que les bénéficiaires et les géographies cibles
- Mesurer les impacts (positifs ou négatifs) : fixer des cibles à atteindre (« *impact targets* ») *ex ante* et suivre les performances *in itinere* et *ex post*¹⁰
- Communiquer et rendre compte des impacts : Il s'agit ici de montrer avec transparence l'activité et les résultats de l'IF, en matière d'impact

Cette étude permet également de retirer certains enseignements à propos de ces outils d'IMM :

- Les outils d'IMM sont utilisés par les sondés pour l'un ou l'autre des objectifs mais rarement pour la totalité des objectifs à la fois
- En filigrane de certaines réponses, nous pouvons émettre l'hypothèse de la pertinence d'avoir un outil intégré : 57% des sondés mettent en œuvre des pratiques d'IMM pour « *pour tirer une valeur commerciale de ces données d'impact* », tandis que 53% des sondés utilisent les données d'impact pour apporter un soutien à l'entreprise dans le but de renforcer son modèle d'affaires
- En ce qui concerne la sélection des indicateurs et métriques d'impact, 91% des sondés fixent eux-mêmes les indicateurs sur lesquels se baser pour mesurer les impacts

Sélection des méthodologies

Nous avons sélectionné ici les trois principales méthodologies utilisées par le secteur, selon les enquêtes du GIIN. Selon l'étude (choix multiples), 73% des sondés utiliseraient les ODD, 36% utiliseraient l'outil IRIS+ (46% pour la version « simplifiée », IRIS) tandis que 32% utiliseraient la méthode Impact Management Platform (IMP). Selon cette enquête, les objectifs poursuivis par les sondés et l'utilisation qui est faite de ces trois outils maintient cet ordre de préférence entre les méthodologies : les sondés utilisent en majorité les ODD (suivis de IRIS+ et de IMP) pour fixer des objectifs, mesurer l'impact et pour communiquer sur leurs résultats.

¹⁰ Nous notons cependant que, selon cette enquête du GIIN, peu d'importance est donnée à la mesure de l'impact en sortie d'investissement, avec seulement 36% des IF sondées qui le considère comme une considération significative à la sortie.

Nous détaillons par la suite les sources d'informations que nous avons utilisé pour analyser chaque méthodologie.

Les ODD sont une référence récurrente dans les définitions de la finance à impact. La catégorie « *impact-aligned* » définie par Eurosif (2022) y fait d'ailleurs explicitement référence. Nous nous basons ici sur la « boussole des ODD » (« *SDG Compass* ») qui est la documentation fournie par le GRI, Global Compact (ONU) et le WBCSD, concernant la mise en application et le suivi des ODD au niveau des entreprises. Il s'agit d'une méthodologie destinée aux entreprises et non aux IF. Nous identifions cependant peu d'outils méthodologiques qui permettent d'appliquer directement les ODD au niveau des IF. En particulier, les propositions de SDG Impact correspondent soit à des standards stratégiques, qui ne se sont pas réellement opérationnels (e.g. « *SDG Impact Standards for Private Equity* »), soit à des outils d'identification d'opportunités en lien avec les ODD (« *SDG Investor Map* »), mais en aucun cas d'outils de mesure de l'impact. Le PRI a publié en 2020 « *Investing with SDG outcomes* » que nous n'avons pas pris en compte étant donné que les principes du PRI ne se rattachent pas à la finance à impact mais plutôt aux démarches plus générales de la finance durable.

IRIS+ est un outil conçu par le GIIN en 2019 pour accompagner les IF à identifier les indicateurs pertinents concernant les objectifs poursuivis soit en lien avec les ODD soit sur des thématiques d'impact. La démarche suit les cinq étapes de l'impact définies par l'IMP. L'outil indique également les sources académiques et d'expertises qui justifient le choix de ces objectifs et de ces indicateurs. Enfin, l'outil précise la méthodologie à mettre en place pour calculer ces indicateurs au niveau des entreprises ou projets financés par l'IF.

Nous avons conduit notre analyse à partir d'une simulation et en utilisant les ressources disponibles sur le site IRIS+ (par exemple, la section « *IRIS+ Fundamentals* »). Notre simulation a porté sur la définition des priorités et le choix des indicateurs pour deux objectifs : « *Atténuer le changement climatique par une agriculture durable* » et « *Accroître l'égalité des sexes par l'inclusion financière* ».

L'IMP fait figure également de méthodologie de référence dans le suivi de l'impact, pour les entreprises et pour les IF. Nous nous sommes basés ici sur « *A guide to classifying the impact of investments* » (2018) et sur les ressources en ligne spécialement dédiées aux IF.

Nous complétons cette analyse par deux méthodologies qui sont censées aller plus loin dans la mesure de l'impact, notamment pour répondre au risque d'impact-washing et aux difficultés de comparabilité et d'interprétation des résultats en permettant une vision intégrée des enjeux financiers et extra-financiers.

Nous analysons d'abord les méthodologies de Social Return On Investment (SROI), telles que définies par The SROI Network dans le document « *A Guide to Social Return On Investment* » (2012).

Enfin, nous étudions la méthodologie comptable en cours de développement à Harvard Business School dite d'Impact-Weighted Accounts (IWA). Cette méthodologie ne nous semble pas complètement finalisée (pas de ressources disponibles pour la mise en place par une organisation par exemple), bien que plusieurs expérimentations semblent avoir eu lieu au sein de grandes entreprises multinationales. Nous nous basons ici sur Serafeim et al. (2019), Cohen et Serafeim (2020), Serafeim et al. (2020) et Keller et al. (2022).

Grille d'analyse des méthodologies

Nous reprenons ici les principaux objectifs communément assignés aux outils d'élaboration, de mesure, de suivi et de publication de l'impact (IMM). Ces objectifs sont ceux que nous avons détaillés plus haut dans la section « Contexte ».

- Fixer des objectifs d'impact
- Mesurer l'impact
- Rendre compte de l'impact

Par cette analyse, nous cherchons à identifier dans quelle mesure les différents outils permettent plus ou moins efficacement de répondre à ces objectifs. Nous chercherons également à voir comment ces outils permettent de répondre aux enjeux de durabilité.

Nous notons que, pour répondre aux objectifs de transparence et de comparabilité, les systèmes de mesure de l'impact devraient également produire des informations vérifiables et auditable. Nous ne rentrons pas ici dans cette discussion (qui est, cependant, essentielle), étant donné qu'aujourd'hui, le processus de normalisation comptable au niveau extra-financier n'a pas définitivement abouti. Pour autant, aucune démarche ne peut être qualifiée d'auditable.

3.3.2 Analyse comparée des méthodologies de mesure de l'impact

Nous reproduisons en annexes la grille d'analyse qui a été utilisée pour comparer les différents outils sélectionnés. Nous détaillons ici les principaux enseignements que nous en retirons.

Fixer des objectifs d'impact

De manière générale, les différentes méthodologies ne proposent pas une démarche normative ou prescriptive mais laissent plutôt à l'IF la discrétion de se fixer les priorités de son choix. A cet égard, les IF peuvent choisir les défis environnementaux ou sociaux auxquels répondre.

Les enjeux environnementaux ou sociaux que l'on cherche à aborder sont définis soit par référence aux ODD (IRIS+, SDG Compass), à des catégories d'impact généralement acceptées (IRIS+) ou en rapport aux besoins des parties prenantes (SDG Compass, IMP, SROI).

A titre d'exemple, IRIS+ propose 17 catégories d'impact génériques qui incluent notamment l'énergie, le climat, la biodiversité, l'inclusion, la santé, les services financiers, l'emploi, l'eau et les zones côtières...

Mesurer l'impact

Les indicateurs d'impact sélectionnés sont issus soit d'un travail académique ou d'expertise en lien avec la problématique environnementale ou sociale définie comme prioritaire. On fait alors référence à des indicateurs *habituellement* considérés comme pertinents. L'IWA se base également sur les facteurs d'émissions issus des méthodologies de l'Analyse de Cycle de Vie (ACV) et en priorisant les émissions qui ont le plus fort impact en termes financiers (valorisation des externalités).

Les niveaux d'ambition auxquels doit répondre la démarche à impact sont fixés à la discrétion de l'organisation. En règle générale, ces objectifs sont fixés par rapport à un niveau de référence actuel au niveau de l'entreprise (référence interne), bien que certaines méthodologies (IRIS+, IMP, SDG Compass) incitent à utiliser des références externes (seuils écologiques ou sociétaux) si possible.

Ce point nous semble particulièrement important, notamment en regard des commentaires que nous avons faits en partie introductive sur les problématiques de durabilité (parties 2.6.3, 2.6.4 et 2.6.5). En effet, les outils et la façon d'utiliser ces outils semblent placer la majorité des initiatives de la finance à impact dans une logique incrémentale qui cherche à améliorer une situation par rapport à un point de départ et en fixant des niveaux d'ambition à la discrétion de l'organisation. A l'inverse, une approche que nous appelons « écologique » se positionnerait par rapport à des seuils et limites (cf. partie 2.6.5) qu'il s'agirait de respecter et qui seraient fixés de manière exogène à l'organisation, sur une base scientifique et collective¹¹.

Une autre manière de fixer le niveau d'ambition est de répondre au besoin de la partie prenante concernée (SROI).

La plupart des méthodologies analysées permettent de mesurer l'impact au niveau de l'entreprise mais pas l'impact généré par l'IF.

Les démarches IWA et SROI s'intègrent dans une vision utilitariste de la matérialité socio-environnementale, en ce qu'elles passent toutes les deux par une valorisation des externalités. Comme nous l'avons vu en partie 2.6.4, nous considérons que ce type d'approche (par l'internalisation des externalités) ne peut pas permettre de répondre efficacement aux objectifs de durabilité.

Rendre compte de l'impact

Les IF peuvent avoir recours aux outils de mesure de l'impact dans le but de communiquer et exposer leur performance d'impact. Cette information qui est rendue disponible peut intéresser différents destinataires (investisseurs, bénéficiaires, pouvoirs publics, ONG...). C'est la fonction que nous avons appelée de « rendre compte de l'impact ».

Dans la plupart des cas, nous voyons une certaine difficulté à ce que les méthodologies ou indicateurs puissent être facilement adaptées à une échelle locale ou au contexte spécifique de l'organisation. En particulier, la méthode IWA se base sur des facteurs d'émissions issues de bases de données d'ACV globales qui ne répondent pas forcément aux problématiques locales.

Pour que communiquer sur son impact soit pertinent, il faut que l'information produite puisse être comparable avec des situations de références ou des initiatives concurrentes. Sinon, on court le risque de ne pas pouvoir mettre en perspective les performances respectives de chacun. A cet égard, les méthodologies d'IRIS+ ou de SDG Compass, en structurant l'information autour des ODD ou de grandes catégories d'impact (standardisées), permettent d'une certaine manière de comparer les démarches des différentes IF. Une comparabilité totale n'est permise cependant qu'à la condition que chaque IF

¹¹ Pour une étude et une typologie des indicateurs d'impact, on pourra se référer aux travaux du UNRISD, avec Baue (2019) ou Baue et Thurm (2022) par exemple. Les auteurs proposent notamment une segmentation des indicateurs d'impact en trois catégories, dont les deux premières sont liées, respectivement, à la « performance incrémentale » et à la « performance de durabilité ». Les indicateurs de cette deuxième catégorie (appelée « context-based ») sont censés prendre en compte des « *les seuils de durabilité dans les systèmes écologiques, sociaux et économiques, ainsi que la répartition de ces seuils entre les organisations et les autres entités du sous-système, comme les secteurs, les portefeuilles ou les habitats biorégionaux.* »

utilise les mêmes indicateurs d'impact pour chaque objectifs poursuivis. Cependant, les méthodologies en question n'assurent pas cette homogénéité.

Les méthodologies qui passent par l'internalisation des externalités (IWA, SROI) ont recours à des techniques de modélisation économique qui rendent également la comparaison des résultats assez audacieuse. En effet, l'IWA produit une valorisation des externalités (mesurées en termes « biophysiques », à partir des facteurs d'émissions d'ACV) à partir des méthodes de propension à payer (« willingness-to-pay »). Nous considérons que ce type de méthode est soumis à un certain nombre de postulats méthodologiques qui ne permettent pas de s'assurer que tous les utilisateurs de l'IWA adoptent les mêmes hypothèses de départ.

En ce qui concerne le SROI, la méthodologie passe par une actualisation des flux prévisionnels qui ouvre la discussion sur le taux d'actualisation et sur la latitude avec laquelle les acteurs peuvent construire leurs propres prévisions d'impact.

En règle générale, le lien reste difficile à faire, à partir de ces méthodologies, entre les impacts et les activités ou les moyens mis en œuvre par l'entreprise (cf. Figure 2 : La chaîne de valeur de l'impact). Dans ce contexte, comment répondre alors à la question : étant donné l'impact qui vient d'être mesuré, quelle décision dois-je prendre pour améliorer ou réorienter mon activité et mon modèle d'affaires ?

En ce qui concerne l'intégration de l'information (entre aspects financiers et extra-financiers), en tant que méthodologies de monétarisation, l'IWA et le SROI sont censés permettre de produire une analyse intégrée des performances d'une entreprise. Nous notons cependant qu'une intégration totale, au niveau comptable, à partir de ces méthodes restent encore à démontrer.

3.4 Conclusion de la Partie 3

L'objectif de cette partie 3 n'était pas de distribuer les bons et les mauvais points aux différentes initiatives, standards ou outils méthodologiques. Il était plutôt d'étudier l'état actuel des principes et des pratiques de la finance à impact pour en faire ressortir les principaux enjeux en termes de déploiement opérationnel et au regard des objectifs de durabilité. A cet égard, nous renvoyons encore une fois aux parties 2.5 et 2.6 qui permettent de revenir sur les postulats épistémologiques et les définitions et conceptions que nous adoptons dans cette étude à propos, notamment, de l'écologie, la double matérialité et de la durabilité. L'état actuel de la finance à impact que nous résumons dans les paragraphes suivants a, en effet, été analysé au prisme de ces éléments.

Des approches différentes entre professionnels et académiciens

Comme on l'a vu, les travaux issus du monde professionnel se concentrent essentiellement sur comment définir la finance à impact. A l'inverse, les travaux de recherche cherchent à préciser comment une IF peut générer de l'impact en étudiant ce que l'on appelle les « mécanismes de l'impact ».

Ces objectifs ne sont pas totalement similaires mais n'en sont pas moins complémentaires. Nous faisons l'hypothèse que la profession cherche, dans cette phase de développement encore initiale de la finance à impact, à prévenir un quelconque dévoiement de la démarche à impact, en tachant de délimiter le plus précisément possible ce qu'est la finance à impact.

Par conséquent, les définitions « professionnelles » ne tranchent pas la question épineuse (car susceptible de faire tomber les IF dans l'accusation d'impact-washing) de l'éligibilité des entreprises « en transition », c'est-à-dire des entreprises polluantes mais qui pourraient réorienter leur modèle d'affaires. A cet égard, la finance à impact se voit essentiellement comme la finance *de* l'impact positif.

Pour les chercheurs, en revanche, et nous le verrons plus en détail en partie 4.2, certains des mécanismes d'impact qui sont activables par l'IF passent par identifier et enclencher les mesures d'amélioration des modèles d'affaires des entreprises.

Des définitions de l'impact controversées

A partir de l'étude des définitions que nous avons réalisée, il ressort, sur certains points, une certaine disparité entre les différentes conceptions. C'est d'ailleurs le constat auquel arrive Daggers et Nicholls (2016) en affirmant que la finance à impact est une définition controversée :

« L'investissement d'impact n'est pas un concept bien défini, avec des compréhensions qui se chevauchent et des frontières floues représentant différentes perspectives de divers groupes d'intérêt. »

En ce qui nous concerne, nous identifions notamment une hétérogénéité des approches sur ce qui touche aux trois principes de l'intentionnalité, de l'additionnalité et de la mesure d'impact. Ces « piliers » peuvent ne pas être mobilisés de la même façon ni dans les mêmes termes par l'ensemble des définitions.

Une confusion entre impact et externalité

Comme nous l'indiquons en partie 2.6.4 et 2.6.6, nous distinguons formellement ce qui relève de l'impact et ce qui se définit comme une externalité, dans son sens économique.

A cet égard, les définitions de la finance à impact que nous avons étudiées ne semblent pas faire de distinction claire entre ces deux concepts, voire considèrent qu'il s'agit bien de la même chose (FIR et France Invest, notamment). Cette « confusion » peut également se retrouver dans certains travaux de recherche, notamment Brest et Born (2013).

Par ailleurs, nous considérons que les outils méthodologiques de mesure de l'impact peuvent participer de cette confusion. En effet, l'IWA et le SROI qui sont clairement identifiés comme des outils de mesure de l'impact passent tous les deux par une internalisation des externalités, c'est-à-dire par une vision utilitariste de la matérialité socio-environnementale.

Nous considérons, pour notre part, que distinguer impact et externalité est un aspect critique des efforts de clarification de ce qu'est la finance à impact. En effet, comme nous l'indiquons plus haut, en partie 2.6.4, l'internalisation des externalités et la vision utilitariste de la matérialité socio-environnementale qui lui est associée ne sauraient permettre de répondre efficacement aux enjeux environnementaux et sociaux.

Une distinction entre impact de l'entreprise et de l'institution financière peu opérationnalisée

A première vue, différencier et mesurer l'impact généré par l'entreprise, d'une part, et l'impact produit par l'IF, d'autre part, apparaît comme un enjeu fondamental pour attribuer les résultats de l'impact de manière « sincère ».

A cet égard, les travaux académiques et professionnels semblent s'accorder sur la différenciation, de principe, entre ces deux sources d'impact.

Pour autant, la prise en compte de cette « dichotomie » entre impact de l'entreprise et impact de l'IF ne semble pas suivre la même logique pour toutes les mêmes définitions. Toutes n'appliquent pas, en effet, de la même façon les critères de la finance à impact à l'entreprise et à l'IF. En outre, nous n'identifions pas nécessairement les mêmes mécanismes de l'impact à travers tous les travaux. Par ailleurs, la nécessité de mesurer l'impact de ce double point de vue ne fait pas l'unanimité, certaines définitions limitant la mesure de l'impact à l'entreprise, d'autres aux deux parties ou à l'une des deux.

Des objectifs d'impact définis à partir de références internes déconnectées des limites sociales et écologiques

L'étude des outils de gestion de l'impact (IMM) met en évidence une certaine flexibilité dans la définition des objectifs d'impact poursuivis par l'organisation (entreprise ou IF).

En théorie, la définition des objectifs d'impact et des ambitions associées (i.e. cibles à atteindre) sont censées s'appuyer sur des constats étudiés et objectivés scientifiquement, ou sur le résultat d'une démarche de concertation avec les parties prenantes.

Dans la pratique, les outils de mesure de l'impact intègrent cependant rarement la référence à des niveaux normatifs à atteindre (seuils écologiques ou sociétaux) et poursuivent plutôt une logique « incrémentale » qui se fixe des ambitions par rapport à la situation de l'organisation (référence interne). On se trouve alors la plupart du temps face à des démarches d'amélioration d'une situation, vis-à-vis d'un niveau actuel ou tendanciel, mais qui ne se placent pour autant pas dans le cadre d'exigences de préservation propres aux enjeux sociaux et environnementaux (référence externe) auxquels on prétend répondre.

D'une certaine façon, on pourrait dire qu'il s'agit habituellement d'approches par les flux plutôt que par les stocks, ce qui, à notre avis, ne permet pas de suivre une réelle démarche en durabilité forte (cf. partie 2.6.5).

La mesure de l'impact apparaît comme un axe important d'amélioration

A la fois du point de vue du monde professionnel et de celui du monde académique, le constat est partagé que la mesure de l'impact peut encore faire l'objet d'améliorations et de développements. En particulier, la difficulté à avoir des données fiables semble être un enjeu important pour fiabiliser les démarches. Mais, au-delà des données utilisées, les méthodologies utilisées pour mesurer l'impact apparaissent aussi comme perfectibles.

Par ailleurs, le *reporting* (audité ou non) apparaît aujourd'hui comme la forme privilégiée pour rendre compte des impacts générés.

Nous ne voyons pas de consensus sur la nécessité de produire une information intégrant les aspects financiers et extra-financiers. Cependant, certains travaux (Bernard-Colinet. 2020a) et l'utilisation que les acteurs font des outils d'IMM (The State of Impact Measurement and Management Practice, Second Edition. GIIN, 2020d) portent à croire qu'il peut y avoir un intérêt à développer des outils d'information intégrée. C'est d'ailleurs ce que nous avons mentionné en partie 2.1.3. Sandra Bernard-Colinet précise d'ailleurs, durant notre entretien, que :

« Il faut avoir une vision double matérialité, donc il faut un outil intégré : ça va générer un impact sur les actes de gestion. »

En règle générale, le lien reste difficile à faire, à partir des outils de gestion de l'impact, entre les impacts, d'une part, et les moyens (ressources) et les activités mis en œuvre par l'entreprise, d'autres part (cf. Figure 2 : La chaîne de valeur de l'impact). Pour notre part, nous considérons que relier les informations concernant l'impact avec les activités de l'entreprise (ou de l'IF) apparaît comme une condition *sine qua non* pour piloter efficacement l'impact.

La rentabilité de la finance à impact : sujet tabou ?

Tandis que le lien entre impact et rendement financier ne fait pas l'objet d'un consensus clair, les niveaux de rentabilité acceptables diffèrent selon les définitions, bien que l'on distingue la philanthropie (rendement nul ou négatif) de la finance à impact.

Si les définitions s'accordent à dire que la finance à impact recherche une rentabilité « conjointe » avec l'impact, la relation qu'entretiennent ces deux objectifs n'est pas clairement établie. Bernard-Colinet (2020b) postule « l'orthogonalité » de la relation entre l'impact et le couple rendement-risque, mais la plupart des définitions ne tranche pas cette question.

N'est pas tranchée non plus la question de savoir si le rendement financier pourrait constituer une « variable d'ajustement » afin de permettre de générer de l'impact. Certaines initiatives de la finance à impact se déclarent « impact first » mais ne constituent pas la totalité du secteur.

4 CARE : Quelles réponses aux enjeux de la finance à impact ?

A partir des analyses et des enseignements que nous en avons tirés en Partie 3, nous voyons donc apparaître plusieurs enjeux spécifiques aux démarches de finance à impact. Nous allons maintenant voir en quoi le modèle CARE peut répondre à ces enjeux.

Pour plus de clarté, nous reformulons ces enjeux de manière synthétique en les reprecisant, notamment à la lumière du contexte et des problématiques identifiées en partie 2.

- Distinguer ce qui relève de l'impact et ce qui relève des externalités (positives ou négatives) au sens économique
- Différencier les impacts générés par l'entreprise et la contribution de l'IF à ces impacts
- Définir des objectifs à atteindre (niveau d'ambition) en cohérence avec des niveaux normatifs, c'est-à-dire des seuils écologiques ou sociétaux, qui permettent d'être à la hauteur des enjeux
- Mesurer l'impact de manière intégrée : Pour permettre la prise en compte des enjeux extra-financiers au même titre que les préoccupations financières, la mise en place d'une information intégrée semble être un passage obligé (Notat et Sénard, 2018. Commission Européenne, 2018. Bernard-Colinet, 2020a)
- Gérer l'impact : C'est-à-dire permettre un pilotage opérationnel de l'impact au sein du modèle d'affaires de l'entreprise et de l'IF
- Rendre compte de l'impact : C'est-à-dire permettre la compréhension et la discussion des impacts générés (ainsi que de la manière de les gérer) avec l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise ou de l'IF
- Décrypter la relation entre l'impact et rentabilité financière. Cet enjeu peut apparaître comme secondaire à ce stade et nous ne le traiterons qu'à la partie 5. Nous considérons qu'il a cependant son importance, notamment en ce qui concerne le potentiel de déploiement à grande échelle de la finance à impact

Pour répondre à ces questions, nous faisons le choix méthodologique de segmenter le problème en deux étapes, en analysant d'abord l'entreprise à impact, avant d'étudier ensuite l'IF à impact.

4.1 L'entreprise à impact : quelle structuration *via* le modèle CARE ?

4.1.1 Le cadre conceptuel et méthodologique de CARE

Pour une description complète du cadre conceptuel et méthodologique de CARE (Comprehensive Accounting in Respect of Ecology), nous renvoyons le lecteur vers l'information publiée par la Chaire de Comptabilité Ecologique (<https://www.chaire-comptabilite-ecologique.fr/>) et par le CERCES (<https://www.cerces.org/>). La bibliographie à la fin de cette étude permettra également de trouver les sources pertinentes concernant CARE.

En ce qui nous concerne, nous nous appuyons ici essentiellement sur les travaux de Richard et Rambaud (2017, 2020), Rambaud (2015, 2022a et 2022b) et Rambaud et Chenet (2021). Nous ne détaillons pas dans cette étude le guide méthodologique qui permet de mettre en place une comptabilité CARE au niveau d'une organisation. Nous allons nous contenter d'en énoncer les

principes (« le cadre conceptuel ») qui sont suffisants pour nous permettre de développer notre travail sur la finance à impact.

Le capital vu comme une dette

Comme nous l'avons mentionné en partie 2.6.2 et 2.6.5 à partir de Rambaud et Chenet (2021), nous distinguons deux visions de la comptabilité et du capital. Le « modèle 1 » (ou modèle traditionnel) considère le capital comme une dette, c'est-à-dire comme un engagement de l'organisation vis-à-vis d'un tiers. Le capital est alors considéré comme ce qui doit être préservé (ou remboursé). Cette approche du capital est intimement liée avec la comptabilité en coûts historiques.

A l'inverse, dans le « modèle 2 », le capital est considéré comme un actif net, réceptacle des différentes sources de revenus qui sont sous le contrôle de l'organisation, pour le bénéfice des propriétaires (actionnaires) une fois déduits les passifs de l'organisation. Cette vision du capital se rattache à la comptabilité en juste valeur.

Définir le capital dans CARE

CARE constitue un modèle comptable fondé sur la vision « modèle 1 » du capital. Dans ce sens, dans CARE, le capital (financier ou extra-financier) est une source de préoccupation (« ce à quoi l'on tient ») qui est considérée en tant que telle et définie sur des bases scientifiques et collectives.

L'organisation dépend d'un certain nombre de capitaux financiers et extra-financiers pour mener à bien les activités de son modèle d'affaires (cycle d'exploitation). En tant que sources de préoccupation, l'organisation s'engage à remettre en état, à travers des activités dédiées (cycle de préservation), les différents capitaux qu'elle exploite.

Le capital se définit à partir de trois critères : (i) l'existence d'une préoccupation de préservation du capital ; (ii) une ontologie du capital : il est possible de définir le capital en tant que tel (indépendamment de ce qu'on peut en retirer en tant qu'organisation) ; (iii) il existe des activités de préservation qui permettent de remettre en état le capital.

Le point (ii) – l'ontologie du capital – implique d'étudier le fonctionnement interne du capital que l'on cherche à préserver. Ce travail débouche sur la définition de ce que CARE appelle un Bon Etat Ecologique (BEE), c'est-à-dire un état de référence, ou des seuils de préservation, au-delà (ou en deçà) desquels le capital est « dégradé ».

CARE propose trois catégories de capitaux : le capital financier, le capital naturel et le capital humain. Il faut comprendre cette nomenclature comme des grandes rubriques qui peuvent recouvrir des problématiques sociales ou sociétales et intégrer des capitaux spécifiques (le sol, une rivière, le climat, un employé, le droit à l'emploi...).

A titre d'exemple, le climat pourrait être considéré comme un capital dans CARE (Rambaud et Chenet. 2021). En effet, les différents accords internationaux sur le climat (Protocole de Kyoto, Accord de Paris) constituent l'expression d'une préoccupation par rapport au système climatique. De plus, le fonctionnement interne du climat et le système climatique peuvent être étudiés et définis. C'est tout le travail de compilation par exemple du GIEC. Enfin, on peut définir des activités qui visent à préserver le climat (reboisement...).

Dans le cas du capital humain, un salarié est considéré en tant qu'être humain, indépendamment des revenus qu'il peut générer pour l'organisation (Rambaud et Richard. 2017)¹². Cette compréhension passe par des considérations liées à la santé psychique, physique, la santé au travail et le travail décent¹³ et qui peuvent s'étudier notamment par le biais de la médecine du travail et l'ergonomie.

Insérer les capitaux dans le modèle d'affaires

Un des apports essentiels de CARE à la comptabilité est la distinction (qui n'existe pas dans la comptabilité financière actuelle) entre le cycle d'exploitation, qui consiste à employer des capitaux par l'organisation, et le cycle de préservation qui vise à remettre en état (au BEE) le capital donné.

CARE fait alors apparaître différents types d'activités au sein du modèle d'affaires de l'organisation :

- Activités d'exploitation, qui emploient (dégradent) un capital donné
- Activités d'évitement, qui sont des activités d'exploitation mais qui permettent de moins employer un capital donné
- Activités de préservation, qui permettent de remettre en état un capital donné

Intégration comptable

CARE, en tant que modèle de comptabilité intégrée, permet de prendre en compte *de la même manière* les enjeux financiers et extra-financiers. L'intégration passe par la monétarisation du capital sur la base des coûts de préservation.

En effet, le capital étant vu comme une dette, l'engagement de l'organisation vis-à-vis du capital est reflété par les coûts des activités de préservation prévues qui sont censées remettre en état le capital. Les capitaux employés par l'organisation, financiers et extra-financiers, sont valorisés monétairement sur la base de ces coûts de préservation. De cette manière, le capital qui se retrouve au bilan (au passif) de l'organisation est valorisé au niveau de l'ensemble des coûts des activités de préservation que l'organisation se doit de mettre en œuvre si elle veut respecter son engagement (de remise en état) vis-à-vis du capital.

A ce stade, le bilan CARE de l'entreprise fait figurer des capitaux financiers et extra-financiers, tous exprimés dans une même unité de compte commune (la monnaie). Nous sommes ici dans une comptabilité monétaire.

L'endettement « écologique »

Pour un capital donné, la valeur brute de ce capital correspond à l'emploi total de ce capital pendant la période, du fait des activités d'exploitation de l'organisation.

¹² Tel que le montre Richard et Rambaud (2017), cette approche se distingue clairement des considérations sur le capital humain qui sont portées par le courant néoclassique. Dans cette vision néoclassique, le capital humain est valorisé sur la base des revenus générés pour l'entreprise (« [...] l'approche "basée sur la production", qui est le point de vue dominant, qui repose sur les bénéfices capitalisés, générés par le capital humain. »).

¹³ Pour une définition du travail décent, voir l'OIT : <https://www.ilo.org/global/topics/decent-work/lang--fr/index.htm>

La valeur *nette*, ou l'endettement *net* vis-à-vis d'un capital, à la fin d'un exercice comptable, correspond à la différence entre les activités de préservation prévues et les activités réellement mises en œuvre (c'est-à-dire à la part du capital qui n'a pas été complètement remis en état).

Pour une entreprise, nous appelons « endettement écologique » l'ensemble des dettes nettes vis-à-vis des différents capitaux extra-financiers (naturels et humains), pris un à un.

4.1.2 Comment situer l'impact de l'entreprise dans CARE ?

Au niveau des chaînes de traductions

A partir de CARE et de la définition de l'ontologie du capital, on cherche à déterminer des chaînes de traductions qui permettent de traduire la nature et l'état du capital en question. Ces chaînes de traduction constituent une démarche et un raisonnement qui permettent d'expliquer le fonctionnement d'un capital et débouche sur des traducteurs finaux qui peuvent être utilisés au niveau de l'organisation.

Il est important de comprendre que cette étude se fait dans le « langage » propre au capital. Il s'agit d'établir ce que l'on peut appeler une comptabilité biophysique. Dans le cas du capital-climat, cette comptabilité biophysique pourrait s'apparenter à une comptabilité carbone (en tonnes de CO₂e).

Nous reproduisons, dans la figure suivante, la chaîne de traduction du capital-climat proposée par Rambaud et Chenet (2021).

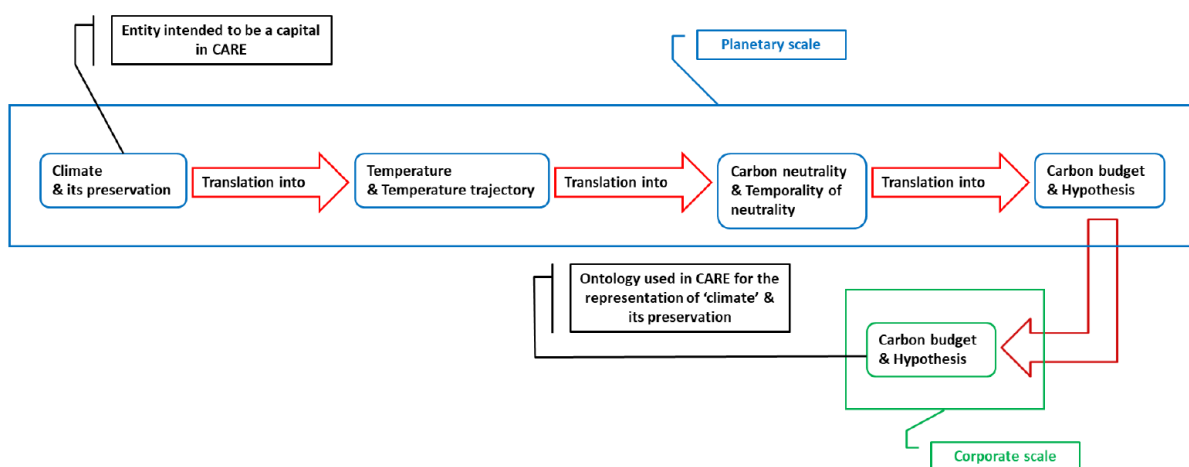


Figure 5 : Définition ontologique du climat en tant que capital dans CARE

Source : Rambaud et Chenet. 2021

Afin de compléter cette étude ontologique du capital, CARE propose de définir des indicateurs d'impact (ce qui relie les emplois des capitaux à la variation des traducteurs d'état) et des indicateurs de gestion (qui sont tournés vers le cycle d'exploitation de l'organisation), corrélés de manière plus ou moins complexe et directe aux indicateurs d'impact.

Dans le cas du capital-climat, les émissions réelles de GES peuvent être considérées comme un indicateur d'impact, tandis que l'intensité carbone de l'activité (émissions de GES par unité d'activité) représente un indicateur de gestion.

Dans ce contexte, qu'est-ce que l'impact ? Ici, il y a un emploi de capital (dégradation) dès lors qu'il y a une variation du traducteur d'état qui conduit à dépasser le seuil de préservation du capital donné. Dans l'exemple du capital-climat, cette situation est celle où l'on excède le budget carbone de l'organisation.

Au niveau comptable et organisationnel

CARE permet de mettre en lumière, comptablement, ces impacts au niveau de l'entreprise. C'est ce que nous allons voir maintenant à travers un exemple.

Nous utilisons le même exemple du capital-climat qu'à la section précédente, en reprenant la situation illustrative de Rambaud et Chenet (2021).

Nous considérons une entreprise « ABC » qui développe une activité A et dont le budget carbone pour l'année n s'élève à 10kt CO₂e. Il s'avère que les émissions annuelles de GES pour l'année n sont de 13kt CO₂e. Etant donné ces niveaux, l'emploi de capital-climat de la part de ABC s'élève à 3kt CO₂e (c'est-à-dire le dépassement par rapport au budget carbone de l'entreprise).

L'entreprise ABC peut mettre en place certaines activités de préservation (par exemple, par le biais d'un dispositif CCS, Carbon Capture and Storage¹⁴) pour remettre en état le capital-climat (i.e. revenir dans le cadre de son budget carbone). Dans notre exemple, ces activités lui permettent de retirer de l'atmosphère près de 2kt CO₂e et ce dispositif entraîne un coût comptable (sous la forme d'un amortissement d'immobilisations corporelles) de 400k€ par an.

Afin de transcrire cette situation dans les comptes CARE de ABC, il est nécessaire de définir les activités de préservation (et leurs coûts) qui permettraient de remettre en état le capital-climat. En plus de l'achat d'un dispositif CCS (qui ne permet de retirer que 2kt CO₂e, par rapport au dépassement de 3kt CO₂e), nous faisons l'hypothèse que l'entreprise *pourrait* mettre en place (mais qu'elle ne le fait pas réellement) une politique de reboisement qui capterait 1kt CO₂e, pour un coût annuel de 200k€.

Sur cette base, on valorise le capital-climat à 600k€, soit le coût total des activités de préservation prévues (et non nécessairement réalisées) qui permettent de remettre en état le capital-climat. Etant donné que ABC n'a mis en place que le dispositif CCS (et pas la politique de reboisement), la valeur *nette* du capital-climat à la fin de l'exercice s'élève à 200k€, ce qui constitue l'endettement de ABC vis-à-vis du capital climat.

Nous illustrons cet exemple de manière visuelle, dans la figure suivante.

¹⁴ Nous ne rentrons pas ici dans le débat de la pertinence des différentes mesures susceptibles ou non de diminuer l'empreinte carbone d'une entreprise. Cet exemple est uniquement illustratif.

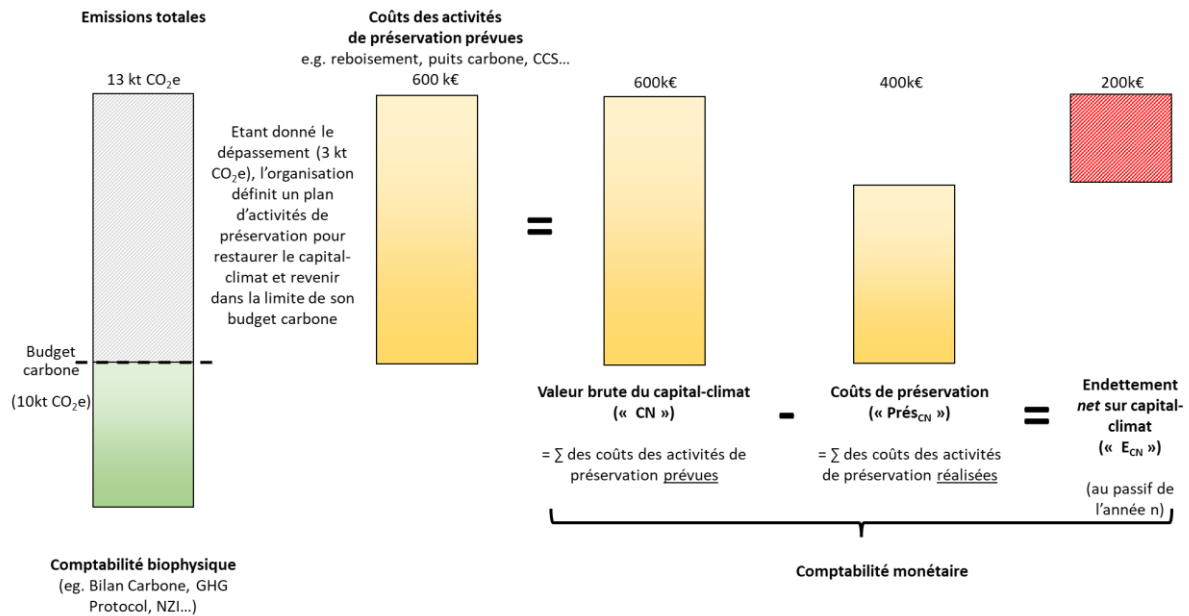


Figure 6 : Exemple de valorisation de l'endettement net sur capital-climat
Source : Auteur, adapté de Rambaud et Chenet (2021)

Nous illustrons dans la figure suivante les principales écritures comptables qui se voient reflétées dans le compte de résultat et le bilan au format CARE de l'entreprise ABC.

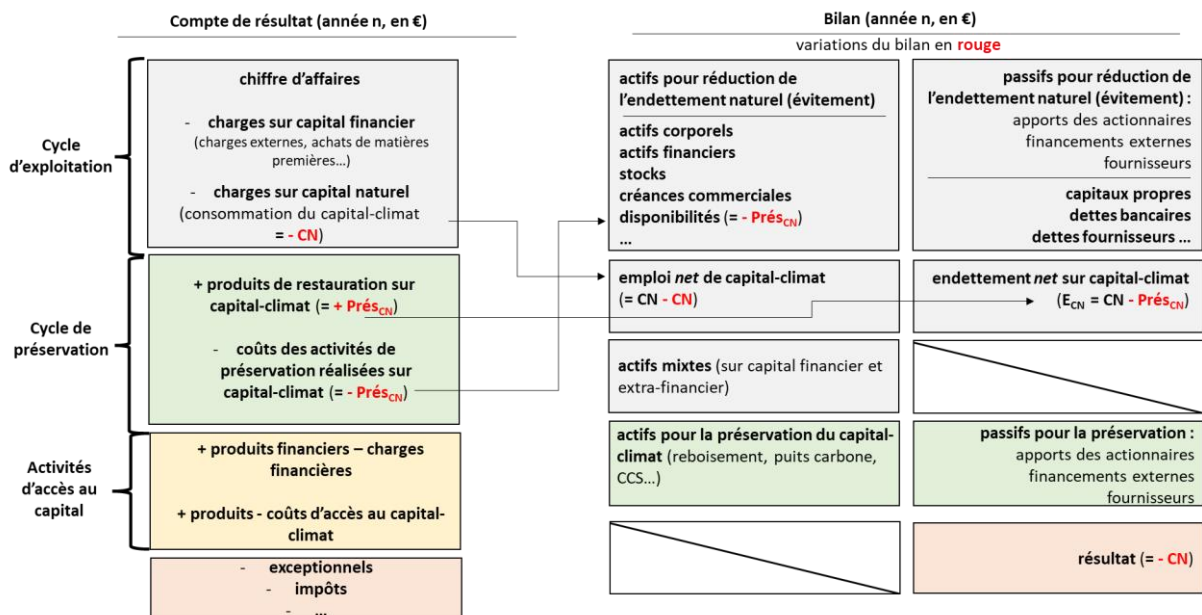


Figure 7 : Transcriptions comptables dans CARE liées au capital-climat
Source : Auteur, à partir de Rambaud et Chenet (2021)

Au niveau de la chaîne de valeur

CARE ne prend pas en compte l'amont et l'aval de l'entreprise dans le sens où on ne consolide pas la dette financière et extra-financière des fournisseurs ou des clients. A cet égard, il ne faut pas confondre, en effet, les actifs ou les dettes d'une entreprise en amont ou en aval avec ceux de l'entreprise.

Cependant, bien que les développements sur la chaîne de valeur soient relativement moins avancés dans CARE, ce modèle comptable permet de rendre visibles dans les comptes de l'entreprise différents emplois de capitaux à l'amont ou à l'aval de l'entreprise.

En amont de la chaîne de valeur :

- En intégrant les coûts de préservation dans les achats s'ils ne sont pas pris en compte par le fournisseur (i.e. si le fournisseur n'applique pas CARE)
- Par une nomenclature sur les achats de biens ou de services qui permettent des activités de préservation ou des activités d'évitement sur des capitaux que E exploite
- Par une nomenclature sur les achats de biens ou de services qui permettent des activités d'évitement chez les fournisseurs de E

En aval de la chaîne de valeur, en requalifiant les ventes et produits de l'entreprise, à partir de la nomenclature comptable qui distingue :

- Produit comptable pour l'entreprise qui participe aux activités de préservation du client
- Produit comptable pour l'entreprise qui participe aux activités d'évitement du client
- Produit comptable pour l'entreprise qui participe aux activités d'accès au capital¹⁵ du client
- Produit comptable pour l'entreprise qui participe à l'activité d'exploitation du client (hors évitement)

Les activités de financement ou d'investissement pourront être détaillées en partie 4.2.

On constatera que cette classification des activités en lien avec la chaîne de valeur peut être rattachée, par exemple, à la Net Zero Initiative (Carbone 4 et Net Zero Initiative. 2020) et à ses trois piliers A, B et C.

4.1.3 Comment « gérer » et « mesurer l'impact » d'une entreprise dans CARE ?

Comment gérer l'impact ?

Comme nous l'avons vu, les premières phases de travail dans CARE, après avoir défini le capital, consistent à concevoir des indicateurs d'impact et de gestion. Ces indicateurs permettent de redéfinir les tableaux de bord de l'entreprise en reliant ses activités quotidiennes avec les emplois de capitaux

¹⁵ Nous n'avons pas défini explicitement ce que l'on appelle, dans CARE, une activité d'accès au capital, étant donné que nous ne développons pas cet aspect dans notre travail. Brièvement, il s'agit des activités (développements de connaissances, activités de R&D...) qui sont un préalable à tout emploi ou préservation d'un capital donné.

(impacts). La gestion des impacts de l'entreprise peut alors se faire à partir d'un même outil intégré de pilotage de l'organisation.

Nous voyons ici un apport essentiel de la comptabilité CARE, par rapport notamment aux enjeux identifiés et rappelés en début de partie 4.

Analyse intégrée

Au-delà de la gestion de l'entreprise et de ses impacts, la comptabilité CARE permet également de produire une information comptable susceptible d'être analysée et mise en perspective.

Les indicateurs comptables de l'analyse intégrée sous CARE peuvent encore faire l'objet de développements scientifiques. Cependant, nous reprenons ici les indicateurs développés dans Rambaud et Chenet (2021) et proposons également quelques indicateurs inspirés de l'analyse financière qui peuvent nous être utiles pour la suite du travail et pour montrer en quoi l'information produite par CARE peut servir la finance à impact.

- « Endettement naturel¹⁶ » (E_{CN}) : Nous l'avons vu, en partie 4.1.1, la part de la valeur brute du capital qui n'a pas été préservé à l'issue d'une période constitue une dette vis-à-vis du capital considéré. Elle est notée E_{CN} , où la valeur brute du capital naturel est noté CN et les coûts de préservation *réellement* passés $Prés_{CN}$.

$$E_{CN} = CN - Prés_{CN}$$

- Ratio « d'endettement naturel » (R_{EN}) : On peut représenter la situation de solvabilité de l'entreprise par rapport au capital extra-financier à partir du ratio suivant (Rambaud et Chenet, 2021), où C est la somme du capital financier (CF) et de l'endettement naturel (E_{CN})

$$R_{EN} = \frac{E_{CN}}{C} = \frac{1}{1 + \frac{CF}{E_{CN}}}$$

- Ratio de « couverture du capital naturel » (RC_{CN}) : Exprimé en pourcentage, ce ratio indique le niveau de réalisation des activités de préservation par rapport à la totalité des activités de préservation prévues.

$$RC_{CN} = 1 - \frac{E_{CN}}{CN}$$

- « Intensité brute sur capital naturel » (I_{CN}) : Qui détermine l'intensité du recours au capital naturel (CN) pour générer une unité d'activité donnée. On note CA, le chiffres d'affaires total de l'entreprise.

$$I_{CN} = \frac{CN}{CA}$$

¹⁶ Les exemples et la réflexion qui suivent font référence aux aspects environnementaux avec la dénomination « naturel ». Il faut noter cependant que le même raisonnement peut s'appliquer au capital financier ou humain.

4.1.4 De quoi parle-t-on ? Impact ou contribution ?

Nous l'avons vu, dans CARE, l'impact se situe au niveau du capital en tant que tel. L'impact est donc négatif (emploi de capital) ou positif, dans des cas très rare où on améliorerait le BEE du capital. Par conséquent, mettre en place des activités de préservation (e.g. retirer une tonne de CO₂ qui a été précédemment émise par l'entreprise) ne peut être considéré, pour une entreprise, comme de l'impact positif mais doit plutôt être vu comme un « contre-impact négatif ».

Par conséquent, nous allons proposer plusieurs formulations qui nous semblent plus cohérentes avec le cadre conceptuel de CARE. Ces formulations seront discutées plus en détail en partie 5.

Plutôt que de parler d'entreprise à impact positif (terme que nous jugeons réservé à un cas très particulier d'entreprises qui améliorent le BEE d'un capital), nous parlerons « d'entreprise contributive ».

Nous parlons d'entreprise contributive dans le sens de contribution¹⁷ à la préservation d'un capital extra-financier, et donc au maintien d'une activité à l'intérieur des seuils environnementaux et humains. Pour une entreprise, l'endettement naturel, par exemple, à la fin d'une période comptable correspond au capital naturel employé qui n'a pas été totalement préservé. Contribuer aux efforts de préservation c'est alors réduire son endettement naturel dans le temps.

Comment ça marche ?

Au niveau de l'entreprise (hors chaîne de valeur)

A l'issue d'une période comptable :

- Si $E_{CN} = 0$; alors l'entreprise a remis le capital naturel à son BEE (on se trouve à l'intérieur des seuils de préservation écologique). Nous la définissons comme une « entreprise prudente »
- Si $E_{CN} < 0$; alors l'entreprise a généré ce que l'on peut voir comme un dividende pour le capital considéré. Nous la définissons comme une « entreprise régénérative »
- Si $E_{CN} > 0$; alors l'entreprise maintient un niveau d'endettement sur capital naturel : le capital naturel n'est pas complètement préservé et nous pouvons la qualifier « d'entreprise avec un endettement naturel »

Entre deux périodes comptables, t_0 et t_1 , où $E_{CN} > 0$:

- Si $E_{CN}(t_1) = E_{CN}(t_0)$; alors la contribution de l'entreprise est nulle
- Si $E_{CN}(t_1) > E_{CN}(t_0)$; alors l'entreprise aggrave la situation, année après année, en augmentant son endettement naturel (e.g. en augmentant le dépassement de son budget carbone)
- Si $E_{CN}(t_1) < E_{CN}(t_0)$, alors l'entreprise réduit son endettement naturel. Nous l'appelons « entreprise contributive »

¹⁷ Cette formulation est déjà utilisée par la Net Zero Initiative (Carbone 4 et Net Zero Initiative. 2020) pour remplacer le terme de neutralité carbone qui ne peut s'appliquer au niveau de l'entreprise. Nous l'étendons ici à l'ensemble des enjeux de préservation des capitaux extra-financiers, pour les mêmes raisons.

Dans la pratique, sous quelles conditions peut-on se retrouver dans cette situation de réduction de l'endettement naturel dans le temps ?

En reprenant les notations de la partie précédente, il faut que :

$$E_{CN}(t_1) < E_{CN}(t_0)$$

Soit,

$$CN(t_1) - Prés_{CN}(t_1) < CN(t_0) - Prés_{CN}(t_0)$$

Ce qui revient à :

$$\Delta CN(t_1/t_0) < \Delta Prés_{CN}(t_1/t_0)$$

Où, $\Delta CN(t_1/t_0)$ est la variation de l'emploi de capital naturel entre t_0 et t_1 , soit la variation de la valeur brute du capital naturel entre deux périodes, et $\Delta Prés_{CN}(t_1/t_0)$, la variation entre les deux périodes des activités de préservation réalisées.

Donc, on peut avoir une contribution^{18 19}, dans les cas suivants :

- Si $\Delta CN(t_1/t_0) = 0$; alors l'entreprise maintient le niveau d'emploi du capital naturel constant

Il lui faut alors augmenter son ratio de couverture sur capital naturel (RC_{CN}), c'est-à-dire améliorer son niveau de préservation.

- Si $\Delta CN(t_1/t_0) < 0$; alors l'entreprise diminue le niveau d'emploi du capital naturel, soit parce qu'elle réduit son intensité brute sur capital naturel (I_{CN}), soit parce que son niveau d'activité diminue (ou une combinaison des deux facteurs)

Il lui faut soit maintenir le niveau de préservation historique ($\Delta Prés_{CN}(t_1/t_0) = 0$) ou ne pas le réduire plus que $\Delta CN(t_1/t_0)$.

Ici, la question n'est pas tant de savoir comment maintenir le niveau de préservation historique ou comment ne pas le réduire (ce qui *a priori* ne paraît pas insurmontable) mais plutôt de comprendre ce qui amène l'entreprise à réduire son emploi de capital naturel. Ici, l'action de l'entreprise se porte essentiellement sur l'intensité brute sur capital naturel et/ou sur la taille de l'activité de l'entreprise²⁰, tout en maintenant les activités de préservation actuelles (le ratio de couverture sur capital naturel, RC_{CN} , augmente). Dans le cas où l'intensité brute sur capital naturel ne peut plus être améliorée, l'entreprise peut se retrouver dans une impasse stratégique et écologique (voir 4.1.5).

¹⁸ Nous noterons que le raisonnement qui suit n'a pas vocation à être démonstratif. Nous choisissons d'effectuer une décomposition théorique entre ces différentes situations d'entreprises contributives, dans un but illustratif, afin de les rapprocher avec une certaine réalité de l'entreprise. Nous pourrions d'ailleurs suivre le même raisonnement et arriver aux mêmes enseignements en décomposant le terme de droite $-\Delta Prés_{CN}(t_1/t_0)$ – en trois cas (nul, positif, négatif). Il nous semble cependant plus évocateur de raisonner sur les variations de l'emploi de capital naturel, en ce qu'elles sont plus révélatrices du cycle d'exploitation et de l'évolution du modèle d'affaires de l'entreprise (soit par sa taille, soit par son intensité brute sur capital naturel). De cette manière, on peut ensuite voir ce qu'une variation en termes d'emploi de capital naturel implique du point de vue des activités de préservation à mettre en place.

¹⁹ Nous précisons également que le raisonnement s'applique au niveau de l'organisation, *toutes choses égales par ailleurs*. Il ne prend pas en compte, en effet, ce qui pourrait se passer si les activités de préservation devenaient plus ou moins coûteuses ou si de nouvelles activités de préservation apparaissaient (e.g. innovation technologique), ou bien encore, en cas de variation intrinsèque du BEE.

²⁰ La réduction de la taille de l'entreprise, *stricto sensu* et toutes choses égales par ailleurs, peut apparaître comme une situation assez théorique qui peut cependant avoir un intérêt du point de vue des débats actuels sur la taille de l'économie, par exemple.

- Si $\Delta CN(t_1/t_0) > 0$; alors l'entreprise augmente son emploi de capital naturel

Il lui faut alors augmenter ou améliorer les activités de préservation pour compenser le recours (l'emploi) plus important au capital naturel.

Nous reprenons maintenant notre exemple de l'entreprise ABC et nous nous projetons maintenant sur plusieurs années (de n à $n+3$). Etant donné la réduction de son budget carbone année après année, pour être aligné avec les Accords de Paris par exemple, et pour que ABC puisse être une entreprise contributive, il faut qu'elle réussisse à réduire son endettement sur capital-climat (E_{CN}) année après année.

Nous illustrons cette situation dans les trois figures suivantes, en décomposant la situation en trois scénarios :

- Statu-quo (Figure 8 : Statu quo) : L'entreprise ABC ne modifie pas son modèle d'affaires, ses émissions totales restant alors constantes sur la période. ABC ne modifie pas non plus ses activités de préservation.

Dans cette situation, le dépassement (en kt CO₂e) vis-à-vis de son budget carbone augmente ainsi que son endettement sur capital-climat (E_{CN}). Dans ce cas, elle ne peut pas être qualifiée de « contributive ».

- Augmentation des activités de préservation (Figure 9 : Amélioration du niveau de préservation) : L'entreprise ABC ne modifie pas son modèle d'affaires, ses émissions totales restant alors constantes sur la période. En revanche, elle augmente ses activités de préservation pour compenser l'augmentation du dépassement de son budget carbone.

Dans cette situation, le dépassement (en kt CO₂e) vis-à-vis de son budget carbone, après activités de préservation, diminue ainsi que son endettement sur capital-climat (E_{CN}). Dans ce cas, elle peut être qualifiée de « contributive ».

- Mise en place d'activités d'évitement (Figure 10 : Mise en place d'activités d'évitement) : L'entreprise ABC modifie son modèle d'affaires, par le biais d'activités d'évitement, qui lui permettent de réduire ses émissions totales sur la période. En revanche, ABC ne modifie pas ses activités de préservation.

Dans cette situation, le dépassement (en kt CO₂e) vis-à-vis de son budget carbone diminue ainsi que son endettement sur capital-climat (E_{CN}). Dans ce cas, elle peut être qualifiée de « contributive ».

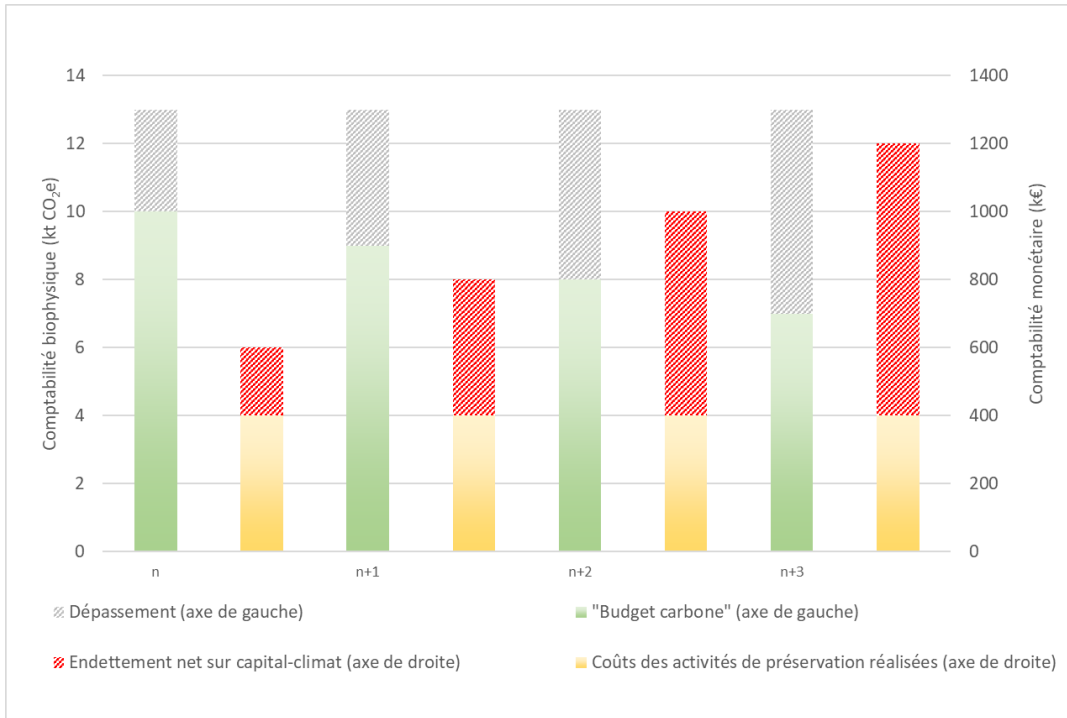


Figure 8 : Statu quo
Source : Auteur

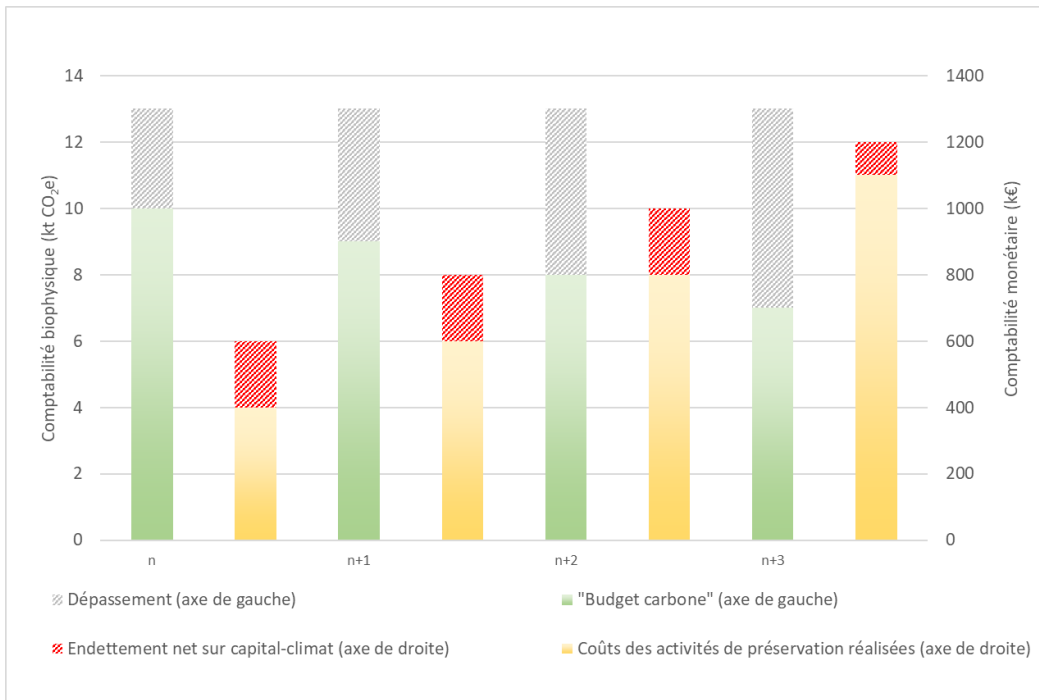


Figure 9 : Amélioration du niveau de préservation
Source : Auteur

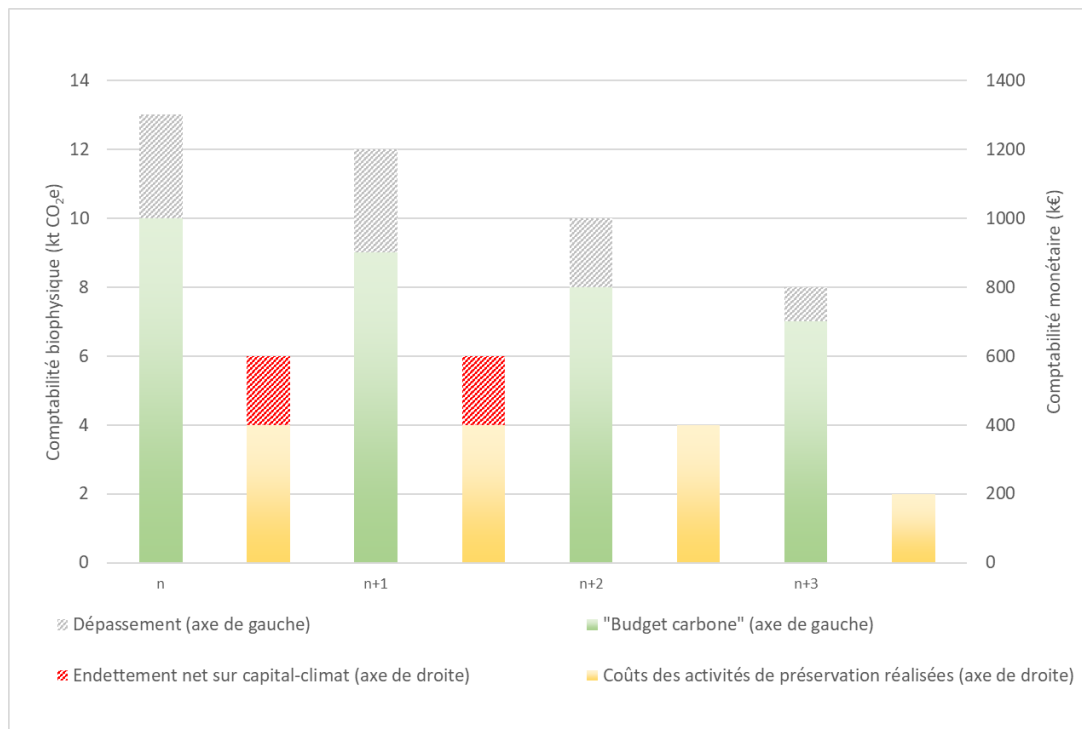


Figure 10 : Mise en place d'activités d'évitement

Source : Auteur

Au niveau de la chaîne de valeur de l'entreprise

Le même raisonnement peut être étendu à partir de l'analyse de la chaîne de valeur : quelle est la réduction de l'endettement écologique (naturel ou humain) des clients (ou fournisseurs) dont l'entreprise est à l'origine ?

On note E_{CN} , l'endettement naturel de l'entreprise E, et $E_{CN}(CV)$, l'endettement naturel au niveau de la chaîne de valeur (CV), amont et aval confondu, de l'entreprise E.

Pour que l'entreprise permette à sa chaîne de valeur de réduire son endettement naturel, il faut que $\Delta E_{CN}(CV)(t_1/t_0) < 0$.

Pour autant nous considérons que l'endettement naturel au niveau de l'organisation et de sa chaîne de valeur ne sont pas fongibles, *a priori*. Il ne s'agira donc pas de s'attacher à ce que l'endettement naturel « cumulé » de l'entreprise et de sa chaîne de valeur se réduise ($\Delta E_{CN}(t_1/t_0) + \Delta E_{CN}(CV)(t_1/t_0) < 0$)²¹.

Ce travail de thèse professionnelle n'a pas vocation à explorer dans le détail les spécificités liées à la chaîne de valeur de l'entreprise. Cependant, nous considérons que les impacts au niveau de

²¹ A ce sujet, en effet, nous attirons l'attention sur les considérations suivantes : (i) pour éviter de verser dans une vision faible de la durabilité où l'on assumerait la substituabilité des capitaux, CARE raisonne capital par capital et non pas en termes d'endettement écologique pour tout type de capitaux confondus (concept qui n'a pas de sens dans CARE), (ii) certains capitaux extra-financiers ont la particularité d'être visibles à l'échelle locale et ne sont donc pas commensurables avec le même type de capital en amont ou en aval de la chaîne de valeur (e.g. une entreprise peut-elle engendrer une dégradation du capital humain de ses employés au prétexte que le capital humain de ses clients est préservé ?).

l'entreprise E doivent, dans tous les cas, être maîtrisés (limités au maximum), indépendamment de la réduction de l'endettement naturel que l'entreprise peut engendrer au niveau de sa chaîne de valeur.

Si $\Delta E_{CN}(CV)(t_1/t_0) < 0$, on se trouve dans la situation où l'entreprise E propose (ou achète) des biens et services qui permettent à ses clients (ou ses fournisseurs) de réduire leur endettement naturel. On pourra parler alors d'une « entreprise habilitante »²². On notera d'ailleurs que cette notion d'activité habilitante (« *enabling activities* ») se retrouve dans la Taxinomie européenne pour les activités durables (TEG on Sustainable Finance. 2020).

Redirection écologique

Les deux situations que nous venons de voir dans les deux sections précédentes, au niveau de l'entreprise et au niveau de sa chaîne de valeur, font référence à des entreprises et secteurs d'activité où il est possible de réduire l'empreinte de l'entreprise ou de sa chaîne de valeur.

Cependant, il existe également des cas où le secteur d'activité, ou tout du moins le modèle d'affaires de l'entreprise, ne permet pas *structurellement* d'atteindre les niveaux de préservation exigés (c'est-à-dire ramener le capital donné à son BEE). Nous appelons cette situation une « impasse écologique »²³.

Nous essayons d'illustrer ce type de situations dans les deux figures suivantes. Pour une entreprise donnée, la courbe verte représente la limite au-dessus de laquelle des activités de préservation existent *dans la réalité*. En dessous de cette courbe, l'entreprise ne peut pas techniquement mettre en place d'activités de préservation, *car celles-ci n'existent tout simplement pas*.

L'axe des abscisses, décroissant, représente le niveau d'emploi brut du capital (CN, selon notre nomenclature). L'axe des ordonnées, décroissant, fait figurer différents niveaux d'exigence du capital, de manière à ce que O_0 soit plus exigeant que O_1 et que O_2 . Pour l'illustration, nous considérons que le BEE du capital considéré²⁴ se situe à O_0 . L'entreprise, pour réduire son endettement sur capital naturel (E_{CN}) doit donc s'assurer que le capital se maintient à O_0 .

Nous allons illustrer deux situations d'impasse écologique qui sont comparables mais non similaires. Il faut noter que les figures qui suivent n'ont pas la prétention d'être démonstratives, mais simplement didactiques.

²² Nous notons que cette réflexion mériterait de plus amples développements sur les principes comptables qui sous-tendent la prise en compte des activités d'évitement en général et des activités situées au niveau de la chaîne de valeur de l'entreprise (amont et aval). En particulier, la discussion est de savoir si l'achat (à un fournisseur) ou la vente (à un client) déclenche *réellement* un changement de comportement de la part du fournisseur ou du client. Il s'agit ici de distinguer une approche attributionnelle d'une approche conséquentialiste. Ce débat se retrouve également concernant les méthodologies d'Analyses de Cycle de Vie. Cette thèse professionnelle n'est pas vouée, cependant, à intervenir dans ce débat.

²³ Nous pouvons trouver plusieurs exemples d'entreprises qui se posent actuellement la question de la pertinence de certaines de leurs activités au regard des enjeux écologiques (environnementaux et sociaux). C'est notamment ce qu'explique Sophie Robert-Velut lors de la conférence à l'ESCP du 15 Février 2022, en rapport à certains produits Mustela (à partir de 48:05 environ, jusqu'à 51:50 environ) : <https://www.youtube.com/watch?v=vzSSCyKu7zE>

²⁴ Il s'agit ici de considérer une situation où le BEE a été défini et est considéré comme « inamovible ». Dans un univers non normé tel qu'actuellement et où la normalisation comptable n'est pas contraignante à cet égard, il est évident qu'une entreprise (« mal intentionnée ») pourrait redéfinir le BEE de manière moins exigeante afin de sortir de l'impasse écologique dans laquelle elle se trouve.

La figure suivante (Figure 11 : Illustration d'une impasse écologique, résultat d'une réalité exogène) illustre la situation d'une entreprise qui ne peut améliorer son modèle d'affaires que jusqu'à un certain point (E_2). Pour ce faire elle met en place des activités d'évitement, qui lui permettent de réduire son emploi en capital naturel, en passant de E_1 à E_2 . Cette amélioration du modèle d'affaires ayant une limite (on ne peut pas indéfiniment réduire son empreinte), une fois arrivée à E_2 , l'entreprise se retrouve dans une situation où le capital a été remis à un état O_2 , plus exigeant que O_1 , mais où elle n'a pas atteint pour autant le niveau normatif de préservation du capital (O_0). Malheureusement, elle ne peut pas non plus passer d'activités de préservation, car elles n'existent pas (dans cet exemple illustratif, E_2 recoupe à la perpendiculaire la courbe verte en un point plus élevé que O_0).

Elle se retrouve dans une impasse écologique pour des raisons exogènes : le modèle d'affaires ne permet pas *structurellement* de respecter les exigences de préservation.

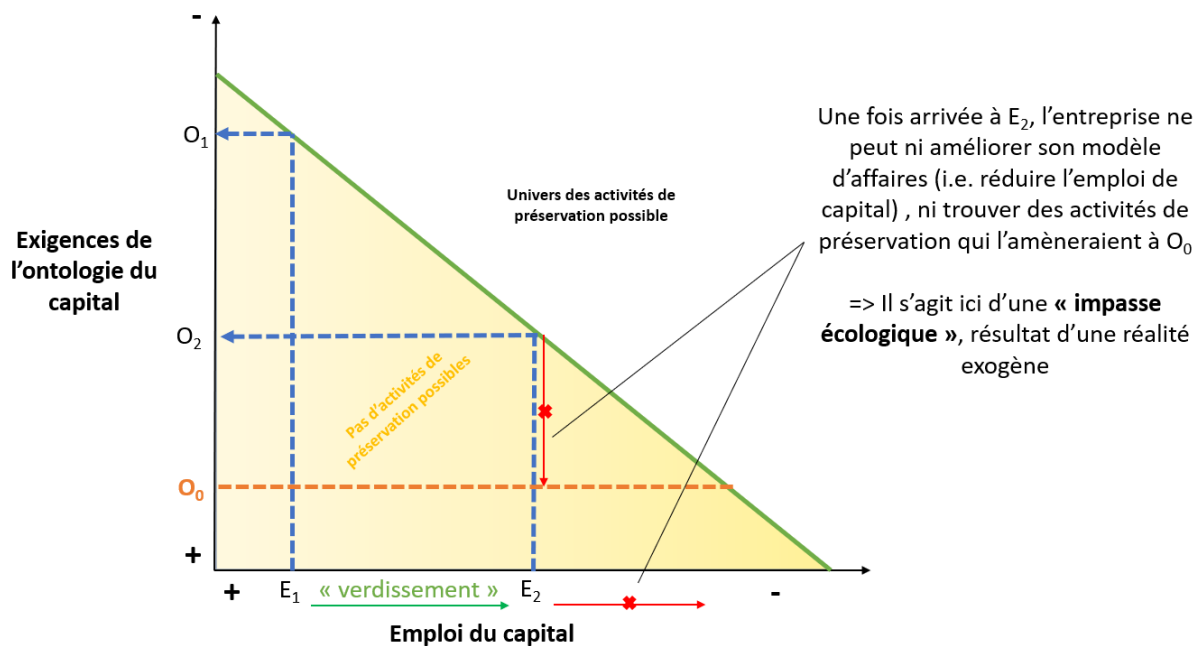


Figure 11 : Illustration d'une impasse écologique, résultat d'une réalité exogène
Source : D'après Alexandre Rambaud et Clément Carn. 2022

La figure suivante expose le cas d'une entreprise où les activités de préservation existent (la ligne verte est moins pentue) mais le coût économique des activités de préservation ou des activités d'évitement sont prohibitifs et sont incompatibles avec un modèle d'affaires viable économiquement. Le coût économique des activités de préservation n'est pas illustré dans la figure.

Dans ce cas, en théorie, l'entreprise pourrait passer de E_1 à E_2 et respecter alors les exigences de préservation du capital ($O_2 = O_0$). Cependant, en mettant en place ces activités pour aboutir à E_2 , l'entreprise fait face à des coûts qui dépassent largement les gains associés à cette transition.

Elle se retrouve dans une impasse écologique où la dette liée à l'emploi du capital donné est insurmontable : le modèle d'affaires ne permet pas *structurellement* de respecter les exigences de préservation.

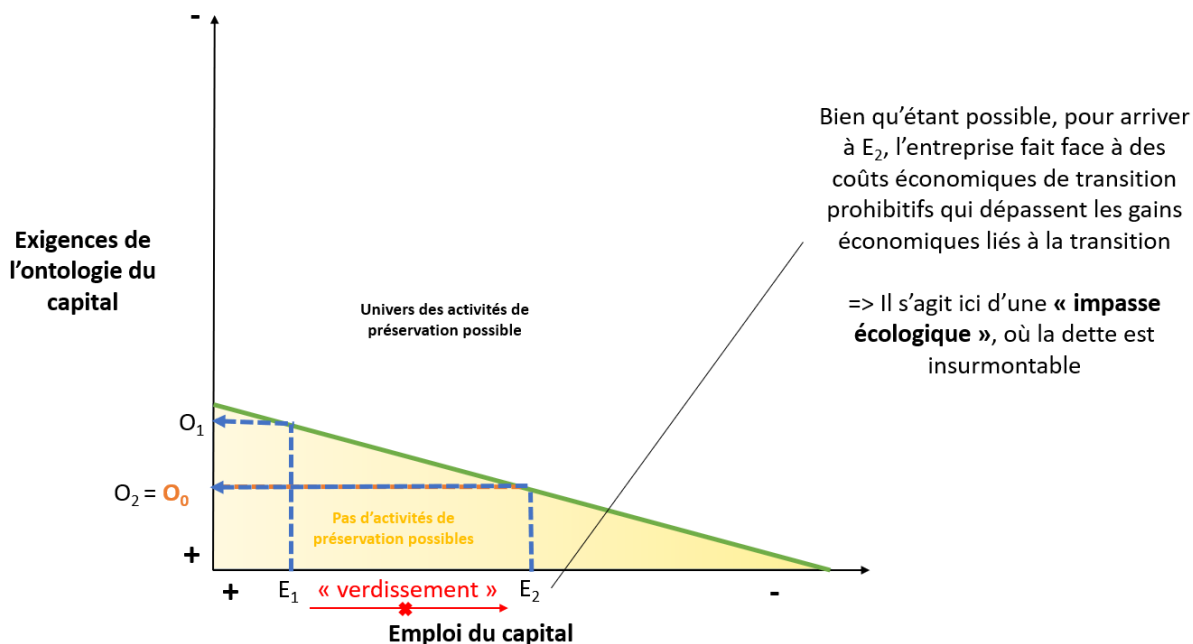


Figure 12 : Illustration d'une impasse écologique, où la dette est insurmontable

Source : D'après Alexandre Rambaud et Clément Carn. 2022

Ces deux situations, pour autant qu'elles soient dramatiques pour l'entreprise, mettent cependant en évidence qu'il est possible de réduire l'endettement écologique (naturel ou humain) de l'entreprise de deux manières (radicales). C'est ce que nous appelons la « redirection écologique » :

- La « fermeture²⁵ » qui consiste à démanteler l'activité de l'entreprise qui se trouve dans une impasse écologique. Cela passe donc par faire disparaître des ressources (chiffres d'affaires) pour l'entreprise qui devra alors redéfinir une équation stratégique et économique où elle peut continuer d'exister.
- La « restructuration » écologique qui consiste en un rééquilibrage *très significatif* de l'allocation des ressources de l'entreprise entre les différents apporteurs de capitaux. En effet, pour rendre viable économiquement les activités d'évitement ou de préservation dont le coût économique serait insurmontable sinon, l'entreprise peut décider de redéfinir les temporalités de préservation d'un capital (financier, naturel ou humain), par rapport à un autre²⁶.

Dette « externe », ou dette verticale

Nous proposons maintenant une dernière situation où l'entreprise peut permettre de réduire l'endettement écologique (naturel ou humain), cette fois « collectif ».

²⁵ Nous reprenons ici le terme proposé par Bonnet et al. (2021) dans *Héritage et fermeture*. Voir aussi : Usbek & Rica (2021) : <https://usbeketrica.com/fr/article/heritage-et-fermeture-une-voie-nouvelle-pour-demanteler-le-legs-du-capitalisme>

²⁶ Cette proposition mériterait de plus amples développements. En particulier, la redéfinition de la temporalité des capitaux (par exemple, les échéances auxquelles un capital donné devrait être remis en état) ne peut pas se faire à la discrétion de l'entreprise, sans une co-définition avec les parties prenantes et sans exposer clairement la définition du capital et de sa temporalité dans l'annexe des comptes CARE (qui pourraient alors faire l'objet d'un audit). Par ailleurs, cette « restructuration » écologique n'est possible *apriori* que lorsqu'un des capitaux se trouve dans un état suffisamment satisfaisant (i.e. respectant le BEE) et qu'il peut donc offrir une « marge de manœuvre » sans que l'entreprise risque de transférer une dégradation d'un capital vers un autre...

Nous reprenons ici les travaux actuellement menés par l'équipe de chercheurs à l'IAE de Poitiers, Elodie Neau, Clément Carn et Jean-Christophe Vuattoux. Leurs travaux sur CARE s'appuient sur l'expérimentation Territoires Zéro Chômeurs Longue Durée (TZCLD) et sur Actypôles, l'Entreprise à But d'Emploi (EBE) de la ville de Thiers. Nous nous appuyons sur des communications de leurs travaux en cours à la Ville de Grenoble (colloque « Le temps de la comptabilité écologique ». 2022), dans la revue Horizons Publics (Vuattoux et al. 2022) et ainsi que par deux entretiens avec Elodie Neau et Clément Carn.

Dans l'expérimentation TZCLD, un Comité Local pour l'Emploi (CLE) regroupe l'ensemble des parties prenantes à la situation de l'emploi sur le territoire : entreprises, collectivités, associations, Pôle Emploi... Le CLE a pour mission d'identifier les besoins en termes d'activités à créer sur le territoire et de recenser les Personnes Privées Durablement d'Emploi (PPDE) qui sont susceptibles de bénéficier du dispositif TZCLD. Dans le cas de la ville de Thiers, ce nombre a été estimé à 200 personnes.

Le rôle d'Actypôles, en tant qu'EBE, est de pourvoir les PPDE qui lui ont été assignées (77 à fin 2021) avec un emploi en CDI pour leur permettre de créer leur activité en tant que salarié. Actypôles accompagne ces personnes à la fois dans leur développement d'activité (formation, structuration de projet...) mais également dans des démarches liées à leur situation personnelle (alphabétisation, permis de conduire, désendettement, logement...).

Selon l'équipe de l'IAE de Poitiers, au prisme de CARE, l'activité d'Actypôles peut alors faire apparaître deux types de dettes sur capital humain.

- Une dette « interne » : qui peut se structurer autour des différentes caractéristiques de la santé au travail : salaire décent, santé physique et mentale, identité professionnelle... Cette dette est qualifiée d'interne car elle correspond à des emplois de capital humain directement consommé par Actypôles
- Une dette « externe » : qui n'est pas issue d'un emploi (dégradation) de capital humain propre à Actypôles mais qui est héritée de la collectivité. Les chercheurs reprennent ici l'idée de « dette verticale » développée par Aglietta et Orléan (1998). A cet égard, les activités mises en place par Actypôles qui vont au-delà de la préservation de la dette interne et qui constituent un accompagnement dans la sphère privée des PPDE répondent à un droit à l'emploi, non opposable mais constitutionnel.

Par le biais de la prise en compte d'une dette externe, l'EBE contribue à la réduction d'un endettement écologique « collectif », bien qu'elle n'en soit pas détentrice car elle n'a pas généré cette dette externe.

Les traitements comptables correspondants dans CARE doivent encore faire l'objet de développements scientifiques. Cette situation est cependant particulièrement révélatrice des entreprises dites « à impact », notamment dans le secteur de l'ESS ou pour les sociétés à mission, qui répondent à un déficit de préservation de certains capitaux (naturels ou humains) dont cependant elles ne sont pas à l'origine.

Bien qu'il paraisse essentiel pour notre sujet, nous ne développons pas plus ce type de situation, étant donné le travail en cours, notamment sur la prise en compte comptable dans CARE.

4.1.5 Conclusion de la partie 4.1 : Que faire ?

Stratégies d'entreprise

Pour résumer le travail de cette partie 4.1, nous avons défini l'impact d'une entreprise comme sa contribution pour participer, dans le temps, aux efforts de réduction de l'endettement écologique (sur capitaux naturels et humains), noté $E_{CN, CH}$. Nous insistons sur le fait que la réduction de l'endettement écologique doit être vue au niveau de chaque capital extra-financier, pris un à un. En effet, pour répondre à la question de recherche sur l'impact *net* et pour rester dans une approche en durabilité forte, il est primordial de maintenir chaque capital dans un état de préservation pertinent étant donnée la non-substituabilité des capitaux entre eux (partie 2.6.5).

Une entreprise peut être contributive en suivant l'une des cinq grandes catégories de « stratégie » d'entreprises suivantes.

- Améliorer son niveau de préservation, dans les cas où c'est possible, à modèle d'affaires constant
- Améliorer son modèle d'affaires, en réduisant l'intensité brute sur capital naturel *via* l'évitement et en maintenant les activités de préservation actuelles

Nous appelons cette situation le « verdissement ». Nous définissons le « verdissement » comme une amélioration du modèle d'affaires qui permet de maintenir le cycle d'exploitation et de continuer à répondre à l'objet social de l'entreprise (vendre des biens et services), *tout en réduisant l'emploi de capital naturel et humain*. Ce type d'amélioration passe essentiellement par des activités d'évitement.

- Être une entreprise habilitante et permettre aux entreprises de sa chaîne de valeur de réduire leur propre endettement écologique
- Prendre acte que le modèle d'affaires ne permet pas *structurellement* d'atteindre les niveaux de préservation exigés et engager l'entreprise dans une « redirection écologique »
- Prendre en charge, pour le compte de la collectivité, une dette « externe »

Nous synthétisons dans la figure suivantes ces cinq stratégies d'entreprise dites « contributives ».

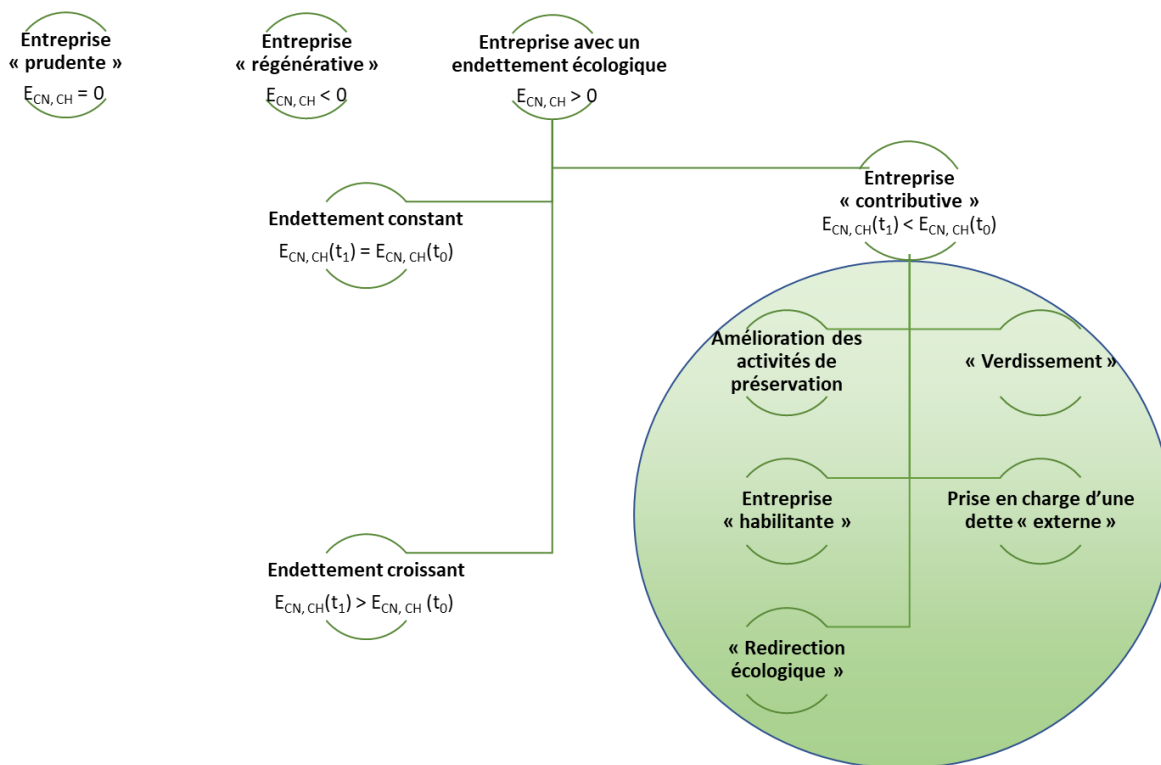


Figure 13 : Caractérisation des stratégies d'entreprise à partir de CARE

Source : Auteur

4.2 Financer avec un impact

Nous venons de voir, en partie 4.1, comment analyser la notion d'impact au niveau de l'entreprise, à partir de CARE. Nous avons proposé de reformuler cette notion d'impact en la segmentant en cinq grandes catégories de « stratégies » d'entreprise.

Nous considérons qu'il ne s'agit cependant que d'une partie de l'analyse de la finance à impact que nous nous étions fixée. Il nous reste maintenant à voir comment CARE peut étudier la part de l'impact de l'entreprise que l'IF contribue à générer.

En effet, pour bien comprendre la distinction primordiale entre l'impact généré par une entreprise et par une IF, on reprend ici le travail de Kölbel et al. (2020), que les auteurs reprennent de Brest et Born (2013) et Brest et al. (2018).

Selon Kölbel et al. (2020), il faut distinguer :

« [...] le changement que les activités de l'investisseur apportent à l'impact de l'entreprise, et l'impact de l'entreprise vu comme le changement que les activités de l'entreprise apportent aux paramètres sociaux et environnementaux. »

Nous reproduisons, dans la figure suivante, l'illustration de Kölbel et al. (2020).

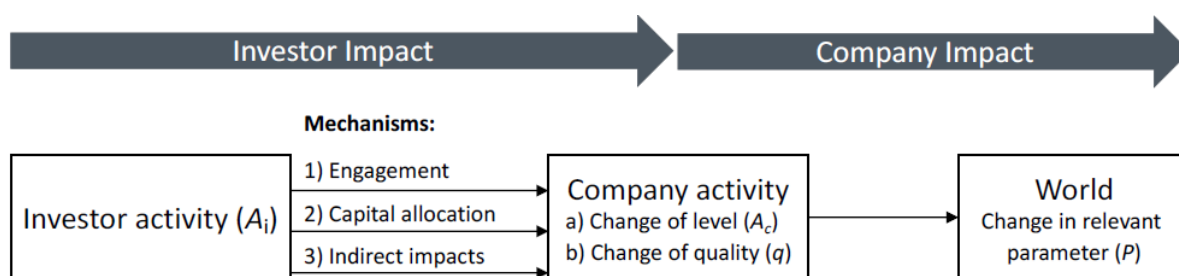


Figure 14 : Segmentation et mécanismes de l'impact

Source : Kölbel et al. 2020

Selon les auteurs, l'IF peut activer certains mécanismes de l'impact qui auront un effet sur deux composantes de l'entreprise : (i) son niveau d'activité ou sa taille (notée A_c dans la figure précédente) ; (ii) la « qualité » de l'entreprise (q) que Kölbel et al. (2020) évalue à partir des pratiques ESG de l'entreprise (« *pratiques ESG supérieures à la moyenne* »). Ces deux points d'accroche de l'IF sur l'entreprise (A_c et q) sont censés permettre à l'IF d'accroître l'impact généré par l'entreprise.

Pour notre part, nous retenons la dichotomie de principes entre l'impact généré par l'entreprise et l'impact auquel a contribué l'IF. Cependant, nous ne retenons pas ces deux « points d'accroche », en ce qu'ils ne nous semblent pas compatibles avec le cadre conceptuel de CARE.

- Comme nous l'avons vu en partie 4.1.4, le simple fait de faire varier la taille de l'entreprise (A_c) n'est pas nécessairement synonyme d'augmentation de la contribution de l'entreprise. Ce raisonnement peut cependant avoir un intérêt du point de vue de la chaîne de valeur pour une entreprise « habilitante », par exemple, mais ne peut valoir de manière indifférenciée sur les cinq stratégies d'entreprise que nous avons identifiées
- L'amélioration de la qualité de l'entreprise (q) est au cœur des deux premières stratégies d'entreprises que nous avons identifiées (améliorer la préservation et mettre en place de l'évitement). Cependant, nous ne pouvons pas nous satisfaire de la définition que lui en donne Kölbel et al. (2020) en la rapprochant des métriques ESG, qui nous semblent peu compatibles avec une exigence de préservation écologique du capital.

A partir de ce que nous avons vu en partie 4.1, nous proposons de remplacer cette approche par le critère que nous avons utilisé pour définir l'impact de l'entreprise comme une réduction de l'endettement écologique (de l'entreprise, de sa chaîne de valeur ou au niveau collectif).

En effet, plutôt que de chercher à augmenter la taille ou la qualité de l'entreprise, l'IF devrait plutôt viser à augmenter les effets des entreprises contributives, que ce soit à leur niveau (i.e. en réduisant leur propre endettement écologique), en tant qu'entreprises habilitantes (i.e. en permettant une réduction de l'endettement écologique au niveau de la chaîne de valeur) ou en tant qu'entreprises qui prennent en charge une dette « externe ».

La question est donc maintenant de comprendre comment cet « accompagnement » peut être mis en place par l'IF. Pour cela, nous revenons maintenant sur l'étude des mécanismes de l'impact habituellement identifiés (côté investisseurs) pour voir comment ils peuvent être mis en lumière avec le modèle CARE

4.2.1 Mécanismes de l'impact : revue de littérature

Nous reprenons ici le travail académique qui porte sur les mécanismes de l'impact à disposition des IF à partir d'une revue de littérature sur le sujet.

Brest et Born (2013)

Nous identifions cet article comme un des premiers articles à distinguer l'impact de l'investisseur de l'entreprise.

“Sans résultats fructueux de l'entreprise sociale, aucun investissement ne peut avoir d'impact social.”

Brest et Born (2013) divise l'impact de l'investisseur en deux catégories :

- Impact « financier » : Offrir des conditions de financements concessionnelles, c'est-à-dire en deçà des conditions de marché. Les auteurs identifient six leviers différents pour proposer des financements concessionnels qu'ils nomment les « 6 P » (« *price, pledge, position, patience, purpose, perspicacity* ») :

*« Prix. Investissements en dessous du marché
Garantie. Garanties d'emprunt
Position. Dettes subordonnées ou prises de participation
Patience. Délais plus longs avant la sortie
Objectif. Flexibilité dans l'adaptation des investissements en capital aux besoins de l'entreprise.
Perspicacité. Discerner les opportunités que les investisseurs ordinaires ne voient pas. »*

D'un point de vue général, les « P » 1 à 5 impliquent d'accepter un couple risque rendement défavorable, tandis que le sixième P génère des coûts opérationnels pour l'IF plus élevés (due diligence, coûts d'analyse et de suivi de l'investissement).

De ce point vue, les auteurs considèrent que le recours au marché secondaire peut paraître assez limité pour contribuer, en tant qu'IF, à générer de l'impact.

« La plupart des économistes s'accordent à dire qu'il est pratiquement impossible pour un investisseur socialement motivé d'augmenter les résultats bénéfiques d'une société cotée en bourse en achetant ses actions. En particulier si, comme c'est généralement le cas, les actions sont achetées à des actionnaires existants, tout avantage pour la société est très atténué, voire inexistant. »

- Impacts non monétaires : Entre autres activités, ces mécanismes de l'impact peuvent passer par accompagner les entreprises à impact (trouver des contrats, structurer l'organisation de l'entreprise...), sécuriser la mission de l'entreprise à impact (au fur et à mesure que l'entreprise croît, elle peut se détourner de la recherche de l'impact...), etc.

Kölbel et al. (2020)

Cet article consiste en une méta-analyse qui cherche à voir les pratiques des IF qui sont le plus susceptibles de permettre ou d'inciter les entreprises à générer de l'impact, à partir des preuves

(« *evidences* ») apportées par les différentes études théoriques et empiriques. Nous ne revenons pas sur tous les raisonnements de l'article. Nous nous concentrons sur les trois principaux mécanismes de l'impact recommandés par Kölbel et al. (2020).

- Se concentrer sur l'engagement actionnarial pour encourager les entreprises à mettre en place des mesures de durabilité ;
- Allouer du capital aux entreprises à impact positif qui sont en manque d'accès au capital pour croître ;
- Investir dans les entreprises dont les pratiques ESG sont manquantes et identifier les actions qui permettent de facilement ou rapidement (« *low cost of reform* ») obtenir des résultats

Bush et al. (2021)

Cet article propose une catégorisation des différentes stratégies de la finance durable. Les auteurs proposent également de répartir les mécanismes de l'impact en deux catégories : (i) préinvestissement (exclusion ESG, intégration...) ; (ii) post-investissement (vote et engagement).

Bush et al. (2021) distingue deux types de stratégies d'IF à impact : (i) la stratégie « *alignée sur l'impact* » (« *impact-aligned* ») ; (ii) la stratégie « *génératrice d'impact* » (« *impact-generating* ») :

“La principale différence entre les deux types d'investissements liés à l'impact est de savoir si les investisseurs investissent dans des entreprises qui ont déjà changé et dont les performances sont désormais meilleures que celles d'un indice de référence ou si l'investissement déclenche - c'est-à-dire génère - un changement (supplémentaire).”

C'est cette capacité d'un investissement à déclencher un changement chez l'entreprise qui caractérise la finance « *génératrice d'impact* » (« *impact-generating* »). Pour l'IF, avoir une contribution active à l'impact généré par l'entreprise peut être réalisé à travers trois méthodes :

- Fournir du capital *additionnel* à des entreprises qui génèrent un impact social et/ou environnemental
- Se concentrer sur des entreprises qui définissent des objectifs d'impact pour le futur
- Inciter les entreprises à changer (se réformer), par le biais du vote en AG et de l'engagement au niveau environnemental et social auprès des dirigeants d'entreprise

Caldecott et al. (2022)

Caldecott et al. (2022) précise que son étude des mécanismes de l'impact a été effectuée à partir d'études théoriques qui demanderaient à être précisées par des études empiriques.

L'auteur identifie trois principaux mécanismes :

- Allocation de la ressource financière, via le mécanisme du coût du capital : favoriser les activités durables et pénaliser les activités non durables en faisant varier le coût du capital

Nous souhaitons insister sur la divergence ici avec Kölbel et al. (2020) qui considère que ce levier du coût du capital n'est pas suffisamment étudié empiriquement : (i) on ne connaît pas l'ampleur de

l'impact lié à une variation du coût du capital, ni si cet effet est significatif ou non ; (ii) on ne dispose pas de preuves qu'un changement du coût du capital entraîne un changement des pratiques de durabilité.

- Accès la liquidité : c'est-à-dire la facilité et rapidité à laquelle les entreprises peuvent avoir accès au financement du cycle d'investissement ou d'exploitation
- Gouvernance : par le biais de l'engagement actionnarial (vote en AG, discussion directe avec le management avec une stratégie d'escalade...) ou du prêteur (conditionnalité du financement, notamment en cas de situation critique, approche collaborative pour négocier les futurs contrats de financement...)

Synthèse des mécanismes de l'impact

Après analyse, nous considérons que les articles cités se recoupent en assez grande partie. Certains résultats ne sont pas totalement cohérents (cf. l'importance donnée au coût du capital pour Caldecott et al. (2022), par rapport à Kölbel et al. (2020)), tandis que certains se complètent (approche de la gouvernance plus complète chez Caldecott et al. (2022) que chez Kölbel et al. (2020) qui se limite à l'engagement actionnarial).

Nous ne chercherons pas à trancher entre les différents résultats. Nous chercherons plutôt à utiliser comme point de départ de notre réflexion les résultats sur lesquels les auteurs s'accordent en grande partie. Nous faisons donc, ici, le postulat que ces résultats ne sont pas forcément définitifs mais qu'ils pourront évoluer en fonction de l'avancement des travaux de recherche sur le sujet.

Par conséquent, nous proposons de regrouper en deux grandes catégories les mécanismes de l'impact :

- Apporter, *de manière additionnelle*, des liquidités à l'entreprise

Nous retrouvons ici la condition d'additionnalité que nous avons identifiée en partie 3. A cet égard, bien que les définitions ne se recoupent pas parfaitement nous considérons qu'il s'agit en effet d'un critère primordial pour que l'action de l'IF puisse réellement constituer un « effort » qui vienne s'ajouter à celui de l'entreprise. Une personne interrogée lors de nos entretiens considère d'ailleurs que l'action de l'IF doit permettre de « *satisfaire un besoin de financements mal desservi par le marché* ».

- Vote, engagement et soutien technique et stratégique en faveur de l'entreprise

4.2.2 Relier les mécanismes de l'impact à la contribution de l'entreprise

Faire le lien

Nous pouvons maintenant relier les mécanismes de l'impact avec les différentes « stratégies » d'entreprise identifiées en partie 4.1.5.

Pour une entreprise qui est engagée dans une réduction de son propre endettement écologique :

- Améliorer son niveau de préservation peut être facilité par l'IF : (i) en apportant des financements spécifiquement dédiés aux activités de préservation, ou (ii) en faisant voter ou

en enclenchant des activités de préservation qui n'étaient pas mises en place jusqu'à maintenant

- Mettre en place une stratégie de « verdissement » peut être facilité par l'IF : (i) en apportant des financements spécifiquement dédiés aux activités d'évitement, ou (ii) en faisant voter ou en enclenchant des activités d'évitement qui n'étaient pas mises en place jusqu'à maintenant

Pour une « entreprise habilitante » (i.e. qui permet la réduction de l'endettement écologique au niveau de la chaîne de valeur), l'IF peut :

- Apporter des financements pour permettre la croissance de l'activité d'exploitation, sous condition du respect des exigences de préservation
- Apporter des financements destinés au cycle d'exploitation pour développer une nouvelle activité « habilitante »
- Faire voter, enclencher des activités « habilitantes » qui n'étaient pas mises en place avant

Pour une entreprise engagée dans une « redirection écologique » (i.e. qui a pris une décision de fermeture ou de restructuration écologique), l'IF peut :

- Apporter des financements au cycle d'exploitation pour permettre d'amortir le choc de la fermeture d'une activité ou pour permettre de couvrir des activités de préservation très coûteuses
- Restructurer la dette et les financements pour rééquilibrer l'allocation des ressources entre apporteurs de capitaux (financiers, naturels et humains)
- Faire voter, enclencher la fermeture d'activités non rentables du point de vue du capital considéré (financier, naturel ou humain)

Pour une entreprise qui souhaite s'emparer d'une « dette externe » (i.e. développer des activités de préservation en lien avec des dégradations de capitaux qui n'ont pas été engendrées par l'entreprise, ni sa chaîne de valeur), l'IF peut :

- Apporter des financements pour permettre la croissance de l'activité d'exploitation, sous condition du respect des exigences de préservation
- Apporter des financements destinés au cycle d'exploitation pour développer une nouvelle activité de prise en charge d'une « dette externe »
- Faire voter, enclencher des activités de prise en charge d'une « dette externe » qui n'étaient pas mises en place avant

Financements concessionnels

Nous proposons de nous arrêter un instant sur ce mécanisme de l'impact qui consiste à apporter des financements concessionnels. Nous avons précisé la définition des 6P que donne Brest et Born (2013) en se basant sur Debra Schwartz qui avait proposé la formule des 5P. Brest et Born (2013) :

« Prix. Investissements en dessous du marché »

Garantie. Garanties d'emprunt

Position. Dettes subordonnées ou prises de participation

Patience. Délais plus longs avant la sortie

Objectif. Flexibilité dans l'adaptation des investissements en capital aux besoins de l'entreprise.

Perspicacité. Discerner les opportunités que les investisseurs ordinaires ne voient pas. »

Nous voyons dans les cinq premiers « P » des leviers assez puissants à disposition des IF pour accompagner les entreprises dans leurs stratégies contributives. Nous considérons que l'apport de ce type de financement concessionnel peut être particulièrement adapté aux entreprises en cours de « redirection écologique ».

En effet, dans le cas où l'entreprise doit mener une « redirection écologique », nous l'avons vu, l'entreprise fait face à deux options : (i) la fermeture ; (ii) la restructuration écologique. Dans chacun des cas, l'entreprise fait alors face à un bouleversement complet de son modèle économique et des ressources financières à sa disposition.

Dans ce cadre, les financements ou investissements « concessionnels », sous la forme d'une rentabilité exigée moindre (e.g. taux d'intérêt bonifiés), des maturités allongées, des calendriers d'amortissements adaptés, ou un plus grand degré de subordination financière pourraient alors soutenir les efforts engagés dans la redirection écologique.

A cet égard, on pourrait réfléchir à de nouveaux produits financiers, sur le modèle par exemple des titres ou prêts participatifs, où le remboursement du capital financier pourrait être conditionné à un certain niveau de préservation du capital naturel ou humain.

Le rôle que peuvent jouer les financements concessionnels se retrouve, en substance, dans Lefournier et Grandjean (2021). Les auteurs affirment que, pour être réellement accélérateur de la transition, le secteur de la finance durable doit fournir des conditions financières favorables qui rendent possible des activités de la sphère de l'économie réelle qui, sinon, n'auraient pas pu avoir lieu faute de cet accompagnement de la finance. Les auteurs nient par exemple le fait que les obligations vertes, étant donné la prime verte très marginale (de l'ordre de 2 ou 3 points de base), permettent d'encourager l'investissement dans des projets « verts » (qui se feraient sans les obligations vertes, de toute façon).

4.2.3 Quel traitement comptable des mécanismes de l'impact dans CARE ?

Apport de liquidités

CARE permet de catégoriser précisément les sources de financement qui sont dédiées au cycle d'exploitation (et, à l'intérieur du cycle d'exploitation, les financements spécialement dédiés aux activités d'évitement) et au cycle de préservation (Rimbaud et Chenet. 2021).

On reproduit ici la nomenclature comptable proposée pour permettre cette classification dans CARE.

| | | |
|---|--|--|
| Operating financing | | Preservation financing |
| Classification in CARE (Cf. Annex B): Liabilities / Contribution of funds dedicated to operating activities (Top of balance sheet) | | Classification in CARE: Liabilities / Contribution of funds dedicated to the preservation activities (Bottom of balance sheet) |
| Financing of avoidance costs | ‘Normal’ financing | X |
| Classification in CARE: Contribution of funds for natural debts reduction | Classification in CARE: Contribution of funds for ‘other’ operating activities | |
| Ecological transition financing, that is financing for an evolution of the business model so that it has less environmental impact. | | Financing of preservation activities, present and past → Possible specific financing for reducing natural debts |

Figure 15 : Nomenclature comptable des financements dans CARE

Source : Rambaud et Chenet. 2021

A partir de cette classification, nous pouvons refléter comptablement les différents mécanismes de l’impact identifiés plus haut en ce qui concerne l’apport de nouvelles liquidités à l’entreprise et garder la trace des stratégies d’entreprises qui sont financées.

On notera que l’IF peut également s’attacher à financer, à partir de cette nomenclature comptable, le passage à l’échelle d’une entreprise, sous condition du respect de la préservation des capitaux extra-financiers (c’est-à-dire de maintenir un endettement écologique nul). Il s’agit ici de la situation d’une « entreprise prudente », telle que nous l’avons définie en partie 4.1.4 (cas où $E_{CN}(t_0) = E_{CN}(t_1) = 0$), mais qui ne correspond pas à une « entreprise contributive » telle que nous l’avons défini.

Financements concessionnels

Dans le cas des financements concessionnels : l’apport de CARE, au-delà de voir si de nouvelles rubriques comptables (nomenclature) peuvent être définies spécifiquement pour des financements concessionnels, est également de fournir une information *intégrée* qui permet de mettre en œuvre une restructuration de l’entreprise qui prenne en compte les enjeux financiers et extra-financiers.

En effet, comme nous l’avons vu en partie 4.2.2, accompagner une entreprise qui se trouve engagée dans une « redirection écologique » peut passer par des apports de liquidités avec des conditions concessionnelles. Ces concessions peuvent passer par un rééquilibrage dans le temps des périodes de remboursement (préservation) entre apporteurs de capitaux.

A cet égard, l’information comptable de CARE permet de développer une analyse de liquidité *intégrée* pour permettre, notamment la restructuration écologique. En effet, ce type d’analyse peut permettre de mettre en perspective les différentes temporalités de préservation (remboursement) des différents capitaux. Il est alors possible de mettre en place un équilibrage du calendrier de préservation prévu entre les apporteurs de capitaux : dette et capital social par rapport au capital naturel et au capital humain.

Vote, engagement et soutien technique et stratégique

Est-ce possible de refléter comptablement (« prendre en compte ») les activités de vote, d'engagement et de soutien technique et stratégique qui sont mises en œuvre par les IF ?

On regroupe ici ces activités de l'IF dans deux catégories²⁷ :

- Vote : Activités statutaires qui passent par le vote en AG des actionnaires ou lors des consultations des créanciers obligataires ou bancaires
- Engagement : Activités opérationnelles qui consistent à accompagner l'entreprise, lui fournir des conseils techniques, organisationnels ou stratégiques, lui permettre d'entrer dans de nouvelles relations commerciales ou d'affaires, etc.

En ce qui concerne les activités de vote, nous voyons *a priori* peu de possibilités de refléter ces éléments dans les états comptables (grand livre, compte de résultat, bilan, annexe), ce que, d'ailleurs, la comptabilité aujourd'hui ne permet pas²⁸.

On peut bien sûr imaginer des solutions alternatives à la comptabilité pour communiquer sur les politiques et les activités liées au vote. Ces solutions sont alors plus proches du reporting et laissent donc une marge de manœuvre plus grande pour les IF sur la forme et le contenu de ces communications. Pour rendre compte de ces activités d'engagement, certaines IF mettent déjà en place certaines communications, tel que Mirova par exemple (Report on the exercise of voting rights. 2022).

Dans le cas de l'exercice des droits de vote en AG de l'IF, certains cadres de référence (eg. PRI) appellent également à la transparence sur ces activités.

En ce qui concerne l'engagement, ici encore, on retrouve des communications qui sont déjà mises en place par certaines IF, notamment Mirova (Mirova Engagement Report. 2022). Ces méthodes ne suivent pas un schéma communément accepté et rendent donc difficile la comparabilité entre les IF.

A partir du contrôle de gestion, on pourrait également mettre en lumière les activités menées, et les coûts opérationnels associés, par l'IF pour accompagner et soutenir l'entreprise dans sa démarche de réduction de son endettement écologique. Il s'agirait alors d'établir des clefs de répartition pour refléter le temps passé par les équipes de gestion à identifier des mesures de réduction de l'endettement écologique et à discuter avec l'équipe dirigeante de l'entreprise de la meilleure façon pour les mettre en place. Ces méthodes d'analyse des coûts risquent cependant de ne mener qu'à une analyse des moyens mis en œuvre, et non pas des résultats.

Dans tous les cas, quand bien même elle ne prendrait pas en compte ces activités d'engagement et de soutien en tant que telles, la comptabilité CARE peut tout de même faciliter la tâche des IF pour activer ces mécanismes de l'impact grâce au surcroît d'information qu'elle procure.

²⁷ On reprend ici les définitions qui sont communément reprises par les acteurs, notamment dans le « Reporting Framework glossary » du PRI (2022).

²⁸ Selon le PCG, ou encore selon les normes IFRS (Conceptual Framework for Financial Reporting. 2022), seuls sont comptabilisés les actifs, passifs, produits et charges. « *Seuls les éléments qui répondent à la définition d'un actif, d'un passif ou de capitaux propres sont comptabilisés dans l'état de la situation financière. De même, seuls les éléments qui répondent à la définition des produits ou des charges sont comptabilisés dans l'état ou les états de la performance financière.* »

En effet, au cœur des activités d'engagement des IF, il y a les mesures à mettre en place au niveau de l'entreprise et qui peuvent être analysées en fonction de leur coût et de leur difficulté de mise en place. Il s'agit ici de ce que Kölbel et al. (2020) appelle le « *coût de la réforme* » (« *cost of reform* »). Quels indicateurs comptables peuvent être produits dans CARE pour rendre compte de ce coût ?

Un des intérêts principaux de CARE est de pouvoir produire une information *intégrée*, c'est-à-dire une information qui met sur le même plan les enjeux financiers et extra financiers. Dans le contexte qui nous occupe, cela signifie que l'IF peut être en mesure, à partir de CARE, de discriminer les différents projets d'évitement ou de préservation en fonction de leur degré d'efficacité pour réduire l'endettement écologique et en fonction de leur coût financier. Aussi, CARE permet de suivre l'évolution, la mise en place de ces projets et leurs résultats sur une base comptable et en termes de réduction de l'endettement écologique dans le temps.

CARE comme outil de gestion du processus d'investissement de l'IF

Nous considérons, qu'indépendamment du traitement comptable spécifique des mécanismes de l'impact retenus, CARE peut également produire une information pertinente pour les activités régulières de l'IF.

- Screening d'entreprises à impact

On a vu, en partie 4.1, que CARE propose une autre vision de l'entreprise que celle proposée par la comptabilité financière classique. En mettant en lumière le cycle de préservation, aux côtés du cycle « classique » d'exploitation, l'utilisateur de la comptabilité CARE peut analyser l'entreprise sous un nouvel angle. En particulier, selon la nomenclature que nous avons proposée en 4.1, l'IF pourra identifier une entreprise « contributive » ou, à l'inverse, une entreprise qui, à ce jour, ne préserve pas les capitaux extra-financiers dont elle dépend et n'est pas non plus engagée dans une dynamique de réduction de son endettement écologique.

Dans ce dernier cas, l'IF pourra également identifier les possibilités d'amélioration du modèle d'affaires (verdissement) ou les nécessaires restructurations du modèle économique, voire les impasses écologiques, auxquelles fait face l'entreprise (redirection écologique).

- Valorisation d'entreprises

A partir de CARE, nous pouvons réaliser les exercices de valorisation d'une entreprise post-préservation des capitaux extra financiers.

On pourrait tout à fait penser partir d'un business plan (prévisions financières) avec une analyse intégrée où la préservation du capital extra-financier est assuré en priorité. Il s'agirait alors de réduire l'EBITDA de la transaction à concurrence des coûts de préservation incompressibles et alors valoriser l'entreprise à partir de cet EBITDA ajusté qui prend déjà en compte les activités de préservation.

- Fixation des objectifs des équipes de gestion et de l'entreprise

Nous reprenons ici les éléments qui ressortent de l'enquête du GIIN (The State of Impact Measurement and Management Practice, Second Edition. 2020d) sur les mécanismes d'incitation mis en place par les IF, d'un point de vue très opérationnel.

A partir de CARE, tel que nous avons défini l'impact de l'entreprise à travers cinq stratégies d'entreprises, il est possible d'aligner les équipes de gestion des IF avec la contribution des entreprises, sur la base d'indicateurs comptables. De la même façon, il est possible de fixer des objectifs aux entreprises en termes de réduction de l'endettement écologique (à leur niveau, au niveau de la chaîne de valeur ou au niveau collectif). Pour renforcer l'alignement des entrepreneurs, les schémas incitatifs classiques peuvent être utilisés (follow-on capital, covenants de la dette, modification des conditions financières, changement de gouvernance...) en parallèle des informations comptables.

Cette capacité de la comptabilité CARE à relier la contribution des entreprises avec les objectifs de la société de gestion répond notamment aux commentaires d'Omar Bendjelloun qui regrette, pendant notre entretien, que :

« Le modèle économique d'un fonds ne laisse que peu de possibilités d'accompagner l'entreprise au-delà d'un board mensuel ou d'une mise en relation qui peut rester anecdotique. Les équipes sont habituellement très resserrées et se concentrent sur la levée des fonds et le déploiement des fonds tandis que les perspectives d'impact peuvent apparaître comme lointaines. Pour combler ce 'manque', certaines sociétés de gestion peuvent faire appel à des operating partners qui accompagnent les entreprises dans leur gestion courante. »

Pour compléter le rôle des operating partners dans l'accompagnement de la démarche à impact des entreprises, CARE pourrait aider à formaliser les objectifs de contribution sur lesquels s'entendent entreprise et IF au moment de l'investissement et dont les operating partners auraient la charge de suivre.

4.3 Conclusion de la Partie 4

Quelles réponses peuvent être apportées par CARE aux enjeux de la finance à impact ?

| | |
|---|--|
| <p>Distinguer ce qui relève de l'impact et ce qui relève des externalités (positives ou négatives) au sens économique</p> | <p>Nous avons différencié l'impact (en grande majorité, négatif) de la situation où une entreprise est contributive (réduction de son endettement écologique au cours du temps, entreprise habilitante, entreprise en cours de redirection écologique ou qui prend en charge une « dette externe »).</p> <p>CARE ne se base pas sur une analyse des externalités économiques.</p> |
| <p>Différencier les impacts générés par l'entreprise et la contribution de l'IF à ces impacts</p> | <p>Après avoir identifié cinq grandes catégories de contributions pour les entreprises, nous pouvons relier ces stratégies avec les mécanismes de l'impact qui permettent à l'IF d'accompagner les entreprises.</p> <p>En particulier, la nomenclature comptable de CARE permet de flécher les financements apportés aux entreprises selon le type d'activité financée (éviter, préserver). L'information comptable produite dans CARE apparaît également comme essentielle pour mettre en œuvre les mécanismes d'impact non-financiers (vote, engagement...).</p> |
| <p>Définir des objectifs à atteindre en cohérence avec des niveaux normatifs, c'est-à-dire des seuils écologiques</p> | <p>CARE constitue un système comptable basé sur les niveaux de préservation écologiques (naturels et humains) à respecter. Les dégradations enregistrées par rapport à ces niveaux sont comptabilisées comme une dette que l'organisation doit « rembourser ».</p> |
| <p>Mesurer l'impact de manière intégrée, pour traiter les enjeux extra-financiers sur le même plan que les préoccupations financières</p> | <p>Nous avons vu comment CARE peut permettre de mesurer la contribution des entreprises (4.1.4) en produisant une information comptable intégrée.</p> |
| <p>Gérer l'impact : C'est-à-dire permettre un pilotage opérationnel de l'impact au sein du modèle d'affaires de l'entreprise et de l'IF</p> | <p>Au niveau de l'entreprise, CARE définit des indicateurs d'impact et de gestion qui relient les activités du modèle d'affaires avec les emplois de capitaux financier et extra-financiers.</p> <p>Au niveau de l'IF, il est possible d'aligner les objectifs des équipes de gestion avec la contribution de l'entreprise.</p> |
| <p>Rendre compte de l'impact pour permettre la compréhension et la discussion avec l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise ou de l'IF</p> | <p>CARE permet de suivre la réduction de l'endettement écologique dont l'entreprise est à l'origine sur une base comptable.</p> <p>Cette information comptable peut être partagée avec les parties prenantes, voire comparée entre entreprises.</p> |
| <p>Décrypter la relation entre l'impact et la rentabilité financière</p> | <p>Comme évoqué plus haut, nous traiterons cet enjeu à la partie 5.</p> |

5 Quelles conséquences pour structurer la finance à impact ?

Le travail réalisé jusqu'à maintenant a permis, en partie 3 et à partir d'une étude comparée des définitions et des outils méthodologiques de la finance à impact, d'identifier les enjeux actuels de la finance à impact pour crédibiliser et renforcer ces démarches.

En partie 4, nous venons de voir comment une relecture de ces enjeux à partir de CARE est possible. Nous en sommes arrivés d'ailleurs à la conclusion (partie 4.3) que la comptabilité CARE peut permettre de renforcer les démarches à impact à la fois au niveau des entreprises et de l'IF.

Nous proposons maintenant de formaliser ces apports en proposant un cadre structurel de ce que pourrait être la finance à impact si elle se fondait sur CARE.

Avant de proposer un cadre structurel fondé sur CARE et dans lequel la finance à impact pourrait s'intégrer, nous renvoyons, encore une fois, le lecteur aux parties 2.5 et 2.6 où nous avons exposé les différentes définitions et controverses qui sous-tendent notre travail ainsi que les fondements éthiques et épistémologiques de cette étude. La démarche normative qui suit (« à quoi la finance à impact peut-elle ressembler en se fondant sur CARE ? ») est directement issue de ces postulats.

5.1 Contribuer à la préservation d'enjeux écologiques et humains

Doit-t-on parler d'impact positif ou de contribution à des efforts de préservation d'enjeux écologiques ? Comme nous l'avons proposé, l'impact dans CARE est étroitement associé à l'emploi de capital (financier, naturel ou humain) et peut donc surtout être vu comme négatif.

A l'inverse, nous avons proposé d'utiliser le terme de « contribution ». La contribution, entendue comme une réduction de l'endettement écologique (au niveau de l'entreprise, de sa chaîne de valeur ou au niveau collectif), consiste à participer à un effort collectif. Il doit donc se comprendre dans son sens littéral « *d'apporter sa part à une œuvre commune* » (Larousse).

De cette manière, nous ne nous plaçons plus dans une démarche incrémentale, qui a sa valeur mais qui ne dit rien de l'ampleur des efforts à fournir ou du point auquel on souhaite arriver, ni des étapes intermédiaires par lesquelles il faudrait passer. Au contraire, penser l'impact comme la contribution à des efforts collectifs de réduction de l'endettement écologique implique de situer la démarche de l'entreprise ou de l'IF à l'intérieur de seuils écologiques (naturels et humains). Le rôle de l'IF à impact ici doit se concentrer sur les mécanismes à impact les plus à même d'accélérer les cinq grandes catégories de stratégie d'entreprises qui s'intègrent dans cette démarche.

Pour permettre à une entreprise de s'intégrer dans une démarche de contribution, il faut pouvoir intégrer plusieurs éléments :

- Fixer des niveaux de référence à atteindre : Sur des bases scientifiques mais aussi (et surtout) à partir d'une décision collective et politique. A titre d'exemple, l'Accord de Paris ou les « *safe operating space* » proposées par Rockström et al. (2009) consistent à définir des limites collectivement fixées par rapport à une situation qui a été étayée scientifiquement au préalable
- Lorsque c'est pertinent, fixer des trajectoires réalistes d'alignement pour atteindre les objectifs considérés, en fonction des priorités fixées et de l'aversion au risque du collectif

- Méthodologie d'allocation : faire redescendre ces objectifs collectifs au niveau de l'entreprise qui peut donc être vue comme dépositaire d'un certain niveau de contribution aux efforts de préservation définis à une échelle plus élevée

Dans le domaine social, peu d'ODD sont accompagnés d'indicateurs « normatifs » (de seuils). Certains cependant proposent un niveau d'ambition à atteindre. C'est le cas par exemple de l'Objectif 3 et de la Cible 3.1 (« D'ici à 2030, faire passer le taux mondial de mortalité maternelle au-dessous de 70 pour 100 000 naissances vivantes »).

Ce type d'approche se retrouve dans les propos de Philippe Clerc de Finance for Tomorrow.

« Je pense que l'incrémental ce n'est pas suffisant : tout le monde s'en rend compte que ce n'est pas suffisant. Dans l'analyse de ratings extra-financiers, il faudrait évaluer la crédibilité des démarches par rapport à un alignement 2°C, voire le risque de défaut sur la trajectoire net-zero. »

5.2 Permettre le « verdissement » et la « redirection écologique » des entreprises

Avec cette définition de l'impact, vu comme la préservation ou la restauration d'un état de référence, financer la transformation des modèles d'affaires semble être un passage obligé. Cela peut passer par des actions pour les rendre moins dégradants via des activités d'évitement ou pour qu'ils intègrent des activités de préservation non mises en place actuellement. De la même manière, pour les activités qui font face à une impasse écologique, la finance à impact peut permettre de générer des contributions significatives en accompagnant les entreprises dans la fermeture ou la restructuration écologique.

Cependant, les définitions actuelles de la finance à impact, et en particulier celles issues du monde professionnel, ne s'accordent pas sur le rôle du secteur financier dans le verdissement ou la redirection écologique des entreprises. A l'inverse, la recherche académique identifie l'amélioration des pratiques des entreprises comme un mécanisme d'impact important.

La contribution, telle que nous l'avons définie, consiste d'ailleurs à s'inscrire dans une démarche de réduction de l'endettement écologique dans le temps : il s'agit bien de faire évoluer les modèles d'affaires. A ce propos, notre entretien avec Sandra Bernard-Colinet apporte des éléments concordants en proposant que se limiter à financer des activités déjà vertueuses ne permet pas d'agir sur les entreprises les plus polluantes :

« [...] l'exclusion ou le best-in-class ne répondent pas à cette définition : ce n'est pas de l'impact. A l'inverse, il faut du best-effort : pour ça il faut des indicateurs pour mesurer l'amélioration. »

Sandra Bernard-Colinet pointe en effet du doigt les risques qui sont liés à la démarche de verdissement ou de redirection écologique. Pour traiter ces risques, il est possible de passer par un outil d'analyse intégrée pour que les IF puissent piloter au mieux leurs activités en lien avec le verdissement ou la redirection écologique des entreprises qu'elles financent. Cet outil de mesure intégrée peut permettre, d'une part, d'identifier les possibilités d'évolution des modèles d'affaires et les situations d'impasse écologique et, d'autre part, de suivre les processus de transformation des entreprises. CARE peut naturellement remplir ces fonctions.

Par ailleurs, il faut aussi traiter la question du risque d'écoblanchiment que ce type de pratique (i.e. financer des entreprises « en transition ») pourrait produire. Qu'est-ce qui fait peur ? une

communication excessive ou abusive par rapport aux efforts de préservation des capitaux extra-financiers réellement mis en œuvre ? Justement, CARE propose une démarche méthodologique qui s'attache à étudier les capitaux en tant que tels et à suivre leur niveau de préservation dans le temps, par rapport à des niveaux normatifs préalablement établis. De plus, cette démarche suit un cadre conceptuel prédéfini qui peut permettre une vérification et un audit des comptes CARE *a posteriori*.

Le rôle du secteur financier dans le financement de la *transition* est rappelé par la PSF (2022), notamment en ce qui concerne la finance durable :

« Une approche de la finance durable [...] devrait également :

- définir et inciter les opportunités de financement pour transformer de toute urgence les activités qui peuvent s'améliorer mais qui (sur la base de leur niveau de performance actuel) provoquent ou aggravent les crises climatiques et environnementales ;

- définir les activités qui ne peuvent pas faire l'objet d'une transition et pour lesquelles la seule action compatible avec les objectifs environnementaux serait de mobiliser des fonds pour sortir/démanteler/arrêter ces activités - ainsi que les mesures robustes nécessaires pour les personnes et les économies qui dépendent de ces industries »

Nous sommes conscients du point bloquant des questions de viabilité économique que suscitent ces propositions. Une grosse partie de la finance à impact se concentre aujourd'hui sur des entreprises habilitantes ou qui prennent en charge une « dette externe ». Dans ces cas précis, le modèle d'affaires des entreprises (« *impact by design* ») permet de générer de la contribution au niveau de la chaîne de valeur, ou collectivement, tout en assurant une profitabilité économique. La situation est beaucoup plus problématique lorsqu'il s'agit de réformer l'entreprise pour la rendre contributive à son propre niveau.

Cette problématique pose évidemment la question du soutien économique de la part des pouvoirs publics. Nous pouvons nous référer, par exemple, aux propositions de l'Institut Rousseau (Giraud et Nicol. 2021) qui propose la création d'une « *fossil bank* » publique qui reprendrait alors une majorité des actifs fossiles actuellement détenus dans les portefeuilles du secteur financier, tout en maintenant une part de la perte comptable au niveau des IF qui sont à l'origine de ces actifs et en échange de financer la transformation des entreprises vers des modèles d'affaires plus contributifs.

Ici encore, nous insistons sur l'apport significatif que nous voyons aux financements concessionnels en ce qu'ils participent de rendre viables économiquement des modèles d'affaires en transition.

Ces commentaires n'épuisent évidemment pas la discussion sur les exigences de rentabilité financière que peuvent exiger les IF et que nous abordons un peu plus loin.

5.3 Retour à la fonction première de la finance

A partir des deux piliers précédents et, sur la base de l'étude des mécanismes de l'impact, pour répondre à une définition exigeante de la finance à impact, ne faut-il pas revenir au fondement du rôle du secteur financier, c'est-à-dire de « financer l'économie réelle » ?

Nous retrouvons dans les recherches académiques un certain consensus sur les mécanismes à impact les plus pertinents. En particulier, les auteurs identifient le fait de financer, de manière additionnelle, les entreprises pour leur permettre de croître ainsi que de s'améliorer en termes de durabilité.

Nous l'avons vu en partie 4.2.3, CARE permet d'ailleurs de flécher les financements vers les différentes activités que l'entreprise peut enclencher pour réduire son endettement écologique (préservation, évitement), celui de la chaîne de valeur ou celui lié à une dette externe.

Ces mécanismes se rattachent à une vision « traditionnelle » de la finance, en opposition à une vision de la finance qui cherche à assurer l'efficacité des marchés et dont le rôle essentiel est celui de valoriser des actifs. Nous renvoyons ici la partie 2.6 et à Rambaud et al. (2022) pour de plus amples développements.

Cette considération revient à remettre en question des approches de la finance à impact où toutes les classes d'actifs sont potentiellement éligibles. A l'inverse, sur la base d'une vision « traditionnelle » de la finance, il s'agirait de limiter les interventions de la finance à impact au financement direct des organisations. En effet, dans cette vision du rôle de la finance, les activités sur le marché secondaire ne permettent pas nécessairement d'activer les mécanismes de l'impact identifiés en partie 4.2.1, notamment en ce qui concerne l'apport de liquidités à l'entreprise (qui n'est pas financée par des opérations sur le marché secondaire). Si les mécanismes du vote et de l'engagement restent théoriquement possibles par le biais de ces activités, ils sont fortement conditionnés par la dilution de l'IF dans le capital total de l'entreprise (Kölbel et al. 2020).

A cet égard, Philippe Clerc de Finance for Tomorrow a un propos plus nuancé sur le sujet en considérant que la finance à impact ne devrait pas se priver par principe d'intervenir sur les marchés cotés, dans le but de déployer la démarche à grande échelle.

« L'impact s'est développé sur les marchés non liquides car ils avaient une vision sur les due diligences et la possibilité de monitorer l'entreprise financée en matière d'impact. Mais, les volumes du non coté sont minimes. Il faudrait pouvoir transformer aussi une part des volumes énormes du coté ! »

Par la même occasion, cette troisième considération met en lumière le rôle fondamental que pourrait jouer le secteur bancaire dans une démarche à impact. Ce secteur est en effet en première ligne (surtout en Europe) en ce qui concerne le financement des entreprises (et des particuliers). En cela, on voit en quoi la finance à impact pourrait sortir de son « pré carré » largement dominé par les fonds d'investissement, gestionnaires d'actifs, institutions d'aide au développement (GIIN, 2020a. Annual Impact Investor Survey).

Nous remarquons que cette vision de la finance (« traditionnelle ») est opposée à celle que nous retrouvons dans la leçon introductive à l'IWA (Harvard Business School. 2022) et qui s'inscrit dans une vision néoclassique de l'efficacité des marchés. Dans cette leçon, George Serafeim précise :

« Cela indique que, de plus en plus, les investisseurs évaluent les entreprises ayant un impact négatif important sur l'environnement à un niveau inférieur à celui des autres entreprises dans plusieurs secteurs. »

5.4 Vers une redéfinition de la rentabilité

Les différentes définitions de la finance à impact cherchent à obtenir une rentabilité financière pour l'IF « conjointement » à générer un impact socio-environnemental.

Nous ne reviendrons pas ici dans le détail des analyses qui portent sur la rentabilité comparée de la finance à impact (ou de la finance durable) par rapport aux actifs classiques. Nous renvoyons pour cela à la bibliographie où l'on pourra trouver différentes études sur le sujet.

Nous ne reviendrons pas, non plus, sur la spécificité des démarches de la finance à impact qui peuvent occasionner des coûts opérationnels supérieurs (et qui ne sont pas une conséquence de CARE). Mettre en place un système de mesure et de suivi de l'impact, et mener une politique d'engagement génèrent inévitablement des coûts.

Nous souhaitons plutôt revenir sur les fondements de CARE et en tirer quelques conclusions en ce qui se rapporte à la rentabilité financière d'une entreprise et, par conséquent, d'un actif financier pour une IF.

D'abord, mettre en place CARE c'est différencier le cycle d'exploitation et le cycle de préservation (voir partie 4.1.1). Ainsi, appliquer CARE pour une entreprise, c'est prendre en compte des coûts de préservation jusqu'à maintenant non comptabilisés et c'est donc réduire le profit financier.

Par ailleurs, CARE cherche à mettre les capitaux extra-financiers sur le même plan que le capital financier. Dans CARE, les nouvelles ressources (chiffres d'affaires) sont disponibles pour l'ensemble des capitaux : les apporteurs de capitaux financiers sont un type d'apporteur de capital parmi d'autres. Ainsi, il faut alors redéfinir la rentabilité pour passer du point de vue de la rentabilité financière à un point de vue où l'on regarde la « rentabilité intégrée » de l'entreprise.

De ce point de vue-là, et en lien avec les financements concessionnels, avoir de l'impact pour une IF peut passer par accepter un rééquilibrage de la distribution des nouvelles ressources (produits comptables) entre les différents apporteurs de capitaux. L'IF peut alors accepter une rentabilité exigée plus faible (taux d'intérêt ou dividendes versés, par exemple) ou bien encore allonger son délai de récupération (payback period).

Pour aller plus loin, nous pouvons penser à des financements subordonnés (type prêt participatif) où le remboursement ou la rémunération du capital financier n'auraient lieu qu'après avoir atteint un certain niveau de préservation des capitaux extra-financiers.

Ce rapport redéfini à la rentabilité financière se retrouve également dans les propos de Clément Carreau, responsable Relations Publiques chez Phénix, qui rappelle l'importance du principe de « lucrativité limitée » pour le secteur de l'ESS, où la majorité des bénéficiaires générés par l'entreprise sont réinvestis pour assurer la pérennité de l'organisation.

5.5 Horizon temporel de l'action de la finance à impact

Pensée comme contribution, c'est-à-dire une réduction de l'endettement écologique, la recherche d'impact s'inscrit dans une exigence de préservation du capital *dans le temps*.

Nous distinguons différentes temporalités dans CARE. La temporalité du capital en tant que tel (à quel horizon temporel on souhaite voir le capital remis à son BEE ?) se différencie par exemple de la temporalité des emplois de capital et de la temporalité de préservation du capital (à quel moment le capital employé est-il réellement remis à son BEE ?).

Ces temporalités, transcrites dans la comptabilité CARE, font directement référence à la discussion du point 5.1 : pour être contributive, l'entreprise doit s'intégrer dans une trajectoire temporelle (alignement) qui permette d'atteindre des seuils écologiques et humains.

Ces temporalités peuvent servir de jalon pour l'IF qui souhaite accompagner une entreprise. Il s'agirait alors de s'assurer que les financements octroyés permettent de respecter les temporalités fixées au niveau des capitaux extra-financiers. D'abord, l'IF peut s'assurer qu'au moment de sa sortie, l'entreprise soit réellement engagée dans cette trajectoire. Ceci peut être analysé dans CARE à partir de prévisions budgétaires sous le modèle CARE et être complété par une analyse de gestion du risque de l'impact (IMP), par exemple.

Plus fondamentalement, pour inscrire l'entreprise dans une dimension temporelle forte, il faut aussi qu'il y ait un équilibre dans le temps entre les périodes de remboursement du capital financier vis-à-vis des capitaux extra-financiers. De cette façon, en effet, il est possible d'assurer la disponibilité des ressources pour la préservation de chaque capital à chaque étape de la trajectoire. CARE, sur la base de l'analyse intégrée, permet cette analyse de liquidité.

Dans cette perspective, et à titre d'exemple, 2050.do a fait le choix de structurer les levées de fonds à partir d'un fonds de pérennité (dit « evergreen »)²⁹ qui ne prévoit pas de durée de vie prédéterminée et permet donc de réaligner les horizons temporels de l'IF avec ceux des entreprises et de leurs enjeux de préservation. Le fond de pérennité n'a en effet pas de maturité prédéterminée ce qui est censé permettre de financer les entreprises avec flexibilité, sans devoir exiger un remboursement qui pourrait être « anticipé » par rapport aux enjeux de préservation.

5.6 Ouvrir le secteur financier à toutes ses parties prenantes

La démarche de la finance à impact, telle que nous l'avons définie en partie 5.1, consiste à participer à des efforts collectifs de préservation de certains enjeux environnementaux et sociaux. Cette vision passe nécessairement par une implication des parties prenantes pour, d'abord, définir et coconstruire, puis répondre à l'objectif de contribution ensuite.

Dans cette optique, nous pouvons alors voir CARE comme « un méta-standard », c'est-à-dire une procédure qui permette d'intégrer les parties prenantes pour définir ce qui compte vraiment (ce qui est capital) et qui doit être préservé.

²⁹ « 2050: ce fonds qui veut rendre l'investissement "fertile" ». Challenges (2021). https://www.challenges.fr/green-economie/marie-ekeland-et-olivier-mathiot-avec-le-fonds-2050-ils-veulent-rendre-l-investissement-fertile_764094

En effet, comme nous l'avons vu en partie 4.1.1, la définition du capital dans CARE passe par des chaînes de traduction et a recours à ce que nous appelons des « traducteurs » ou des « porte-paroles ». Ces traducteurs peuvent prendre la forme d'indicateurs à suivre mais également d'organisations ou de personnes qui sont censées parler « au nom de ». Dans le cadre de la préservation du sol, on pourrait par exemple avoir recours à des spécialistes du sol ou des organisations non-gouvernementales de protection des sols. Dans le cadre du capital humain et des employés d'une entreprise, un ergonomiste peut être un porte-parole qui représente les salariés en traduisant leur état de santé (mentale, physique, psychique...).

Cette proposition de notre part ne semble cependant pas forcément s'adapter facilement aux pratiques actuelles de la finance à impact. Selon le GIIN (The State of Impact Measurement and Management Practice, Second Edition, 2020d), 91% des sondés choisissent eux-mêmes les indicateurs sur lesquels se baser pour mesurer les impacts.

A l'inverse, dans le prolongement de CARE, la finance à impact devrait intégrer le dialogue avec les parties prenantes dans le cadre même de la définition de ses objectifs ou de sa thèse d'investissement. Nous parlons ici de co-construction des entités capitales à préserver. C'est d'ailleurs le sens que donne Latour (1999) au mot de consultation qui consiste alors à définir les termes même de la question avec les parties prenantes, et ne pas seulement attendre d'elles une réponse à une question déjà posée.

Une illustration de cette démarche pour une IF pourrait être, par exemple, de redéfinir les termes du devoir fiduciaire avec ses investisseurs de façon à rendre explicite la marge de manœuvre dont l'IF dispose en tant qu'apporteur de capital financier pour redistribuer la profitabilité de l'entreprise entre rendement financier (financement concessionnels) et objectifs de contribution et de préservation.

A titre d'exemple, Judith-Laure Mamou-Mani, responsable du fonds MAIF Impact, précise que parmi les critères regardés pour le screening des entreprises à impact le fait que les solutions proposées par l'entreprise aient été coconstruites avec les bénéficiaires est un signe à la fois de pertinence d'impact et de pérennité du modèle économique.

6 Conclusion

6.1 Principaux enseignements

Nous avons cherché dans ce travail à étudier les liens et les apports de la comptabilité socio-environnementale, et de CARE en particulier, pour préciser, structurer et opérationnaliser les démarches de la finance à impact.

Grâce à CARE, nous définissons l'impact d'une entreprise à partir de ses efforts de contribution à des enjeux de préservation écologiques, c'est-à-dire naturels et humains, qui doivent permettre une réduction de l'endettement écologique dans le temps. Pour l'IF, générer de l'impact passe par les mécanismes de l'impact qui permettent à l'entreprise de générer ou d'accélérer sa contribution.

Nous avons proposé cinq grandes stratégies d'entreprises qui participent des efforts collectifs de contribution :

- Améliorer son niveau de préservation, dans les cas où c'est possible, à modèle d'affaires constant
- Améliorer son modèle d'affaires, en réduisant l'emploi de capital naturel et humain *via* l'évitement et en maintenant les activités de préservation actuelles. C'est le « verdissement »
- Être une entreprise « habilitante » et permettre aux entreprises de sa chaîne de valeur de réduire leur propre endettement écologique
- Prendre acte que le modèle d'affaires ne permet pas *structurellement* d'atteindre les niveaux de préservation exigés et engager l'entreprise dans une « redirection écologique »
- Prendre en charge, pour le compte de la collectivité, une dette « externe »

A l'issue de cette étude, nous concluons que CARE peut avoir des apports significatifs pour la finance à impact :

- Il s'agit d'un outil comptable qui permet d'identifier les entreprises contributives
- Il s'agit d'une interface pour qu'entreprises et IF parlent le même langage
- Il s'agit d'un outil de pilotage et de prise de décision pour l'entreprise et l'IF
- Il s'agit d'un outil comptable qui permet de définir et mesurer (*in itinere* et *ex-post*) des objectifs d'impact et leurs performances associées

Le cadre structurel que nous proposons à partir de CARE pour la finance à impact recoupe, nous l'avons vu, certains travaux réglementaires (CSRD, taxonomie européenne, extension de la taxonomie européenne) ainsi que certaines recommandations sur la comptabilité socio-environnementale (Notat et Sénard, 2018. Commission Européenne, 2018). En particulier, le modèle comptable CARE s'intègre dans l'approche en double matérialité qui est portée par l'EFRAG au niveau européen.

Ce travail peut également être rattaché à la classification des stratégies de la finance durable telle que proposée par Bush et al. (2021) et telle qu'elle est reprise dans Eurosif (2022). En particulier, les deux catégories d'IF à impact que ces travaux identifient (« *impact-aligned* » et « *impact-generating* »)

peuvent être rattachées aux stratégies des entreprises contributives, tel que nous l'illustrons dans la figure suivante.

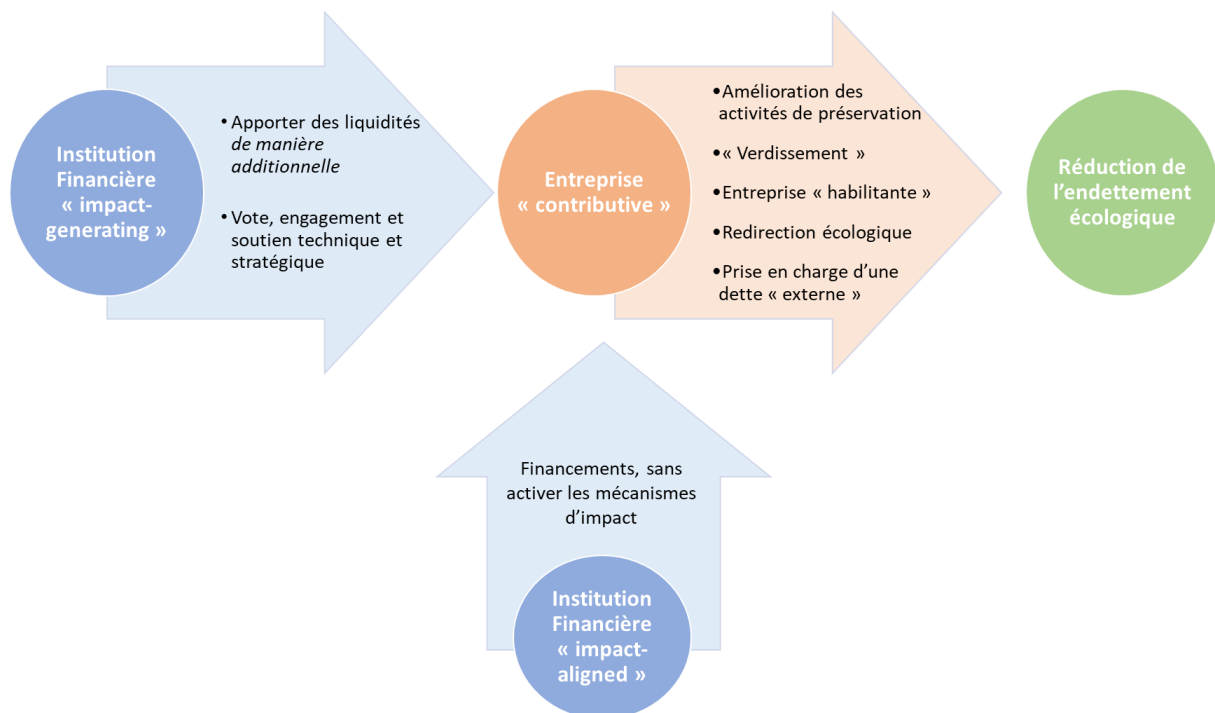


Figure 16 : Entreprise "contributive" et catégorisation des stratégies des Institutions Financières à impact

Source : Auteur, à partir de Bush et al. (2021) et Kölbel et al. (2020).

Le cadre structurel proposé dans cette étude cherche à faire reposer la finance à impact sur des bases écologiques. Tel que nous définissons ce terme d'écologie, le rôle de l'entreprise et de la finance à impact est redéfini pour s'intégrer (s'encastrent) dans le cadre d'exigences de préservation des capitaux naturels et humains.

En cela, il s'agit bien, pour la finance à impact, de s'inscrire dans une démarche de durabilité forte qui place la préservation des capitaux naturels et humains au cœur de ses objectifs. Il s'agit de participer aux efforts collectifs pour respecter les limites planétaires et humaines, en considérant ces capitaux (« entités capitales ») *pour eux-mêmes*.

6.2 Limites des conclusions

6.2.1 Exhaustivité des démarches à impact analysées

Notre travail a porté sur une étude théorique des principes de la finance à impact et des principaux outils méthodologiques utilisés par les acteurs pour définir et mesurer les objectifs d'impact. Ce travail ne saurait refléter la totalité des pratiques qui, nous l'avons vu, sont diverses à la fois par les démarches que suivent les IF et par les objectifs (environnementaux ou sociaux) que poursuivent les entreprises à impact. En particulier, nous n'avons pas traité l'ensemble des méthodologies utilisées pour suivre et mesurer l'impact. Comme expliqué plus haut, nous nous sommes limités aux outils qui reviennent dans les enquêtes communément menées sur le secteur. Conscients que la plupart des IF cherchent à développer des outils propres, nous n'avons pas cherché à être plus exhaustifs.

Par exemple, nous soulignons ici encore une fois que les travaux en cours chez Finance for Tomorrow autour d'une « grille d'évaluation du potentiel de contribution d'un fonds à la transformation durable » n'ont pas été pris en compte, en tant que tels, dans notre travail d'analyse comparée des définitions et des outils méthodologiques, étant donné leur caractère non définitif. Il nous semble cependant qu'ils peuvent participer d'une clarification importante des démarches actuelles et notre travail aurait été plus complet en les intégrant.

6.2.2 Confrontation du travail aux données de terrain

Par ailleurs, nous avons cherché à confronter nos principales analyses et conclusions avec des entretiens d'acteurs de terrain. Si ces entretiens ont pu corroborer une grande partie de nos réflexions, ils ne sauraient être considérés comme représentatifs de l'opinion de l'ensemble du secteur de la finance à impact. Ces entretiens d'acteurs ne peuvent encore moins être vus comme des éléments probants de notre travail.

Pour compléter le travail actuel, il s'agirait de poursuivre ces entretiens et de les conduire d'une manière systématique à grande échelle. Nous pouvons également envisager des entretiens d'acteurs sur un autre format que sous la forme des entretiens semi directif que nous avons conduit. On pourrait par exemple penser à des ateliers participatifs, avec des acteurs de terrain, de co-définition des enjeux de la finance à impact et des réponses à y apporter.

6.3 Ouvertures

Avant de terminer cette étude, nous proposons ici quelques pistes de réflexions qui ouvrent le sujet sur de plus amples problématiques.

6.3.1 Sur la finance à impact

Le déploiement de la finance à impact sur une base écologique, tel que nous le proposons ici, est-il possible à grande échelle ?

Bush et al. (2021), dans leur étude de l'évolution de la finance durable, qualifie l'âge « 2.0 » de la finance durable comme celui où les stratégies ESG se sont imposées pour devenir largement dominantes, en tant qu'outil de gestion des risques financiers (c'est-à-dire dans une approche en matérialité simple). Si les auteurs identifient le développement de la finance à impact comme le révélateur d'un âge 3.0 de la finance durable, peut-on s'attendre à ce que son déploiement à grande échelle soit marqué par le même succès que les stratégies ESG à la période précédente ?

Nous sommes conscients que les propositions que nous faisons en partie 5 peuvent paraître audacieuses. Par rapport aux pratiques et démarches actuelles de la finance à impact, le cadre normatif dont nous proposons une ébauche paraît, en partie, plus restrictif ou plus exigeant. En effet, il précise la notion d'impact en définissant (en limitant ?) la contribution à partir de seuils écologiques de préservation (en opposition, notamment à une logique purement incrémentale). Dans le même temps, ce cadre structurel de la finance à impact invite à « sauter le pas » et sortir de la niche du financement aux seules entreprises « impact by design » pour financer plus globalement la transition des modèles d'affaires (préservation, verdissement ou redirection écologique).

Nous répétons ici que le point bloquant de l'équation économique, d'une part, et de la rentabilité financière d'autre part est central pour ce déploiement à grande échelle. Nous n'avons

abordé que très rapidement ce sujet qui est central mais demanderait de plus amples développements et une étude à part entière.

Pour tester le cadre structurel que nous proposons ici, il peut être utile d'expérimenter CARE, dans le cadre de la finance à impact, par exemple sur des projets spécifiques et des entreprises en portefeuille dont les secteurs d'activités auront déjà fait l'objet d'expérimentations au niveau de l'écosystème CARE (agriculture, bâtiment, grande distribution, immobilier, assainissement, automobile, exploitation de carrières...).

En outre, notre étude témoigne que, si la comptabilité peut apporter à la finance à impact, la finance également peut s'apporter à elle-même ! Nous parlons ici de l'innovation financière qui aurait à gagner à s'emparer des grands principes fondateurs de CARE pour définir de nouvelles structures d'investissement ou de financement. Nous avons d'ailleurs déjà proposé des pistes de réflexion à cet égard, avec une proposition de structurer un prêt « contributif », c'est-à-dire un prêt participatif dont la rémunération financière ne se déclencherait qu'après préservation du capital naturel et humain.

Enfin, nous avons insisté en partie 4.2.1 sur le caractère additionnel de la finance à impact. Notre travail n'a pas cherché cependant à éclaircir ou à définir dans le détail la meilleure manière pour mesurer l'additionnalité d'une IF à impact. Cet aspect est pourtant central. Ce travail pourrait donc être poursuivi en ce sens pour préciser les termes de ce que l'on appelle additionnalité et voir en quoi la comptabilité pourrait apporter une réponse ici.

6.3.2 Sur la « transition »

Telle que nous l'avons définie, la transition implique de concevoir des seuils de préservation écologiques (environnementaux et sociaux), des trajectoires pour atteindre ces seuils et des méthodologies d'allocation des budgets au niveau des entreprises. Ce type d'initiatives est notamment porté par le Science Based Targets Network (<https://sciencebasedtargetsnetwork.org/>) qui cherche à définir des cadres de références pour les entreprises qui s'engagent dans une démarche de durabilité forte.

Au regard du point précédent, nous considérons qu'il y a une importance critique de la régulation et de la normalisation comptable pour fixer des niveaux d'exigence de préservation des capitaux extra financiers qui soient en cohérence avec ce type d'initiative. Cette façon de réglementer est déjà présente dans la réglementation européenne qui prévoit, dans le cas de l'eau, des niveaux normatifs des bons états écologiques et chimiques des masses d'eau dans la Directive Cadre sur l'Eau. Nous considérons qu'il s'agit d'un aspect *critique* car, comme nous l'avons mentionné en partie 4.1.4, les impasses écologiques ne peuvent se matérialiser que dans le contexte où la réglementation fixe un niveau d'exigence donné et suffisamment restrictif.

Enfin, nous l'avons déjà indiqué, la transition vers des modèles d'affaires contributifs et la redirection écologique (fermeture ou restructuration écologique) ne pourra être financée qu'à la condition qu'une certaine viabilité économique soit rendue possible. Il nous paraît important de réfléchir à cette question et au rôle des pouvoirs publics à cet égard. De la même manière, si le secteur financier devait être appelé à financer plus fortement la transition des modèles d'affaires, la question de la stabilité financière devrait faire l'objet d'une revue précise des enjeux et des compromis entre les risques du système financier et les risques d'instabilité qui peuvent être causés par les dérèglements environnementaux ou sociaux.

6.3.3 Pour le développement futur de CARE

Pour finir, nous proposons ici quelques pistes de réflexion qui peuvent servir pour les développements futurs du modèle CARE.

En premier lieu, l'étude que nous avons menée met en évidence l'importance critique de la prise en compte des activités de la chaîne de valeur d'une entreprise. En effet, nous avons identifié une « stratégie » d'entreprise qui est appelée « habilitante » où la contribution aux efforts de préservation écologique passe par la chaîne de valeur de l'entreprise. Pour l'entreprise, il s'agirait de prendre en compte l'amont et l'aval de sa chaîne de valeur ainsi que de détailler les dégradations de capitaux qui sont évitées par les biens et services vendus.

A ce jour, la nomenclature CARE permet de refléter la part du chiffre d'affaires d'une entreprise qui sert à de l'évitement ou de la préservation en amont ou aval mais il s'agirait d'aller plus loin en quantifiant cette contribution, voire en reliant la comptabilité biophysique de l'amont et de l'aval pour estimer la réduction de l'endettement écologique qui a pu être généré par l'entreprise.

Dans le but plus précis de rendre la méthodologie CARE pleinement opérationnelle, nous voyons des perspectives de développement de la méthode qui pourraient passer par connecter les différents systèmes de comptabilité biophysique (types Bilan Carbone ou Organisation Life Cycle Assessment) avec CARE. En effet, puisque CARE propose d'intégrer deux systèmes comptables – un système de comptabilité biophysique et un système de comptabilité monétaire – il peut y avoir un intérêt important à rapprocher CARE avec les référentiels proches de la comptabilité biophysique qui sont déjà existants.

Enfin, nous l'avons mentionné en partie 4.1.4 comme étant une piste de recherche prometteuse, le développement du capital social dans CARE peut permettre d'ouvrir plus clairement la démarche CARE aux entreprises de l'ESS ou dites « impact by design ». A cet égard, les travaux actuellement menés par les chercheurs de l'IAE de Poitiers peuvent proposer des traitements comptables très importants en ce qui concerne la prise en charge d'une « dette externe » (Vuattoux et al. 2022).

Bibliographie

- 2° Investing Initiative. (2021). *A Climate Impact Management System for Financial Institutions*. <https://2degrees-investing.org/wp-content/uploads/2021/04/Climate-Impact-Mgmt-System.pdf>
- 2° Investing Initiative, & 1 in 1000. (2022). *Do we speak the same language?*
- 2° Investing Initiative, & Chaire de Comptabilité Ecologique. (2022). *Comment letter to the ISSB consultation*.
- AFP. (2022). « L'article 9 », *lutter contre fausses promesses vertes des fonds Europe*. L'Info Durable. Consulté 6 août 2022, à l'adresse <https://www.linfordurable.fr/investir-durable/analyses/larticle-9-lutter-contre-fausses-promesses-vertes-des-fonds-europe-31501>
- Aglietta, M., & Orléan, A. (Éds.). (1998). *La monnaie souveraine*. Jacob.
- Allenbach-Amman, J. (2022, mai 17). *Social Taxonomy risks death by Commission neglect*. WwW.Euractiv.Com. <https://www.euractiv.com/section/economy-jobs/news/social-taxonomy-risks-death-by-commission-neglect/>
- Ardalan, K. (2008). *On the role of paradigms in finance*. Ashgate Pub.
- Armstrong, R. (2020). The fallacy of ESG investing. *Financial Times*. <https://www.ft.com/content/9e3e1d8b-bf9f-4d8c-baee-0b25c3113319>
- Arnsperger, C., & Varoufakis, Y. (2006). What Is Neoclassical Economics ? The three axioms responsible for its theoretical oeuvre, practical irrelevance and, thus, discursive power. *Panoeconomicus*.
- Audencia. (s. d.). *Le LIFTS Accounting Model*©. Consulté 24 août 2022, à l'adresse <https://multi-capital-performance.audencia.com/articles/actualite/le-lifts-accounting-modelcopy/>
- Autorité des marchés financiers (Réalisateur). (2022). *Colloque du Conseil scientifique de l'AMF 2022—Discours de Robert Ophèle*. <https://www.youtube.com/watch?v=WRqjE5AuUDQ>
- Autorité des Normes Comptables (Réalisateur). (2022). *11èmes États généraux de l'ANC (2022)*. https://video.finances.gouv.fr/lecteur_video/keypub/c0b3294c543c288817b7/id/1d80073de100d47a22c0ea81d12de9/type/pr/lang/fr
- Ayres, R., van den Berrgh, J., Gowdy, J., & Center for Environmental Philosophy, The University of North Texas. (2001). Strong versus Weak Sustainability : Economics, Natural Sciences, and Consilience. *Environmental Ethics*, 23(2), 155-168. <https://doi.org/10.5840/enviroethics200123225>
- Baker, M. P., Bergstresser, D. B., Serafeim, G., & Wurgler, J. A. (2018). The Pricing and Ownership of U.S. Green Bonds. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3228778>
- Bannick, M. (2017). *Across the Returns Continuum (SSIR)*. Consulté 15 mai 2022, à l'adresse https://ssir.org/articles/entry/across_the_returns_continuum
- Banque de France. (2021). Les prêts participatifs. In *Référentiel des financements des entreprises*.
- Baue, B. (2019). *Compared to What ? A Three-Tiered Typology of Sustainable Development Performance Indicators*. 55.
- Baue, B., & Thurm, R. (2022). *UNRISD Sustainable Development Performance Indicators Pilot Testing*.
- Bebbington, J., & Larrinaga, C. (2014). Accounting and sustainable development : An exploration. *Accounting, Organizations and Society*, 39(6), 395-413. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2014.01.003>

- Bebbington, J., Larrinaga, C., O'Dwyer, B., & Thomson, I. (2021). *Routledge Handbook of Environmental Accounting*. Routledge & CRC Press. <https://www.routledge.com/Routledge-Handbook-of-Environmental-Accounting/Bebbington-Larrinaga-ODwyer-Thomson/p/book/9780367152338>
- Berg, F., Kölbel, J. F., & Rigobon, R. (2019). *Aggregate Confusion : The Divergence of ESG Ratings* (SSRN Scholarly Paper N° 3438533). <https://doi.org/10.2139/ssrn.3438533>
- Bernal, O., Hudon, M., & Ledru, F.-X. (2021). Are impact and financial returns mutually exclusive? Evidence from publicly-listed impact investments. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 81, 93-112. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2021.04.010>
- Bernard-Colinet, S. (2020a). *Doter la France d'une culture commune de l'investissement à impact*. <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/8692c7b4-0e51-4cf0-a4a2-ba2bc372ccbc/files/5bd1d349-de12-4712-b21e-c119d1ab04ba>
- Bernard-Colinet, S. (2020b). *Investir pour transformer durablement*. <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/8692c7b4-0e51-4cf0-a4a2-ba2bc372ccbc/files/678d5a58-b69a-4849-882e-bd2b06accba2>
- Bezemer, D. J. (2010). Understanding financial crisis through accounting models. *Accounting, Organizations and Society*, 35(7), 676-688.
- Bhutta, U. S., Tariq, A., Farrukh, M., Raza, A., & Iqbal, M. K. (2022). Green bonds for sustainable development : Review of literature on development and impact of green bonds. *Technological Forecasting and Social Change*, 175, 121378. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2021.121378>
- Biondi, Y. (2009). *Firm as an entity : Implications for economics, accounting and the law*. Routledge.
- Bjørn, A., Bey, N., Georg, S., Røpke, I., & Hauschild, M. Z. (2017). Is Earth recognized as a finite system in corporate responsibility reporting? *Journal of Cleaner Production*, 163, 106-117. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2015.12.095>
- Boiral, O. (2013). Sustainability reports as simulacra? A counter-account of A and A+ GRI reports. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 26(7), 1036-1071. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-04-2012-00998>
- Boisvert, V., Carnoye, L., & Petitimberty, R. (2019). « La durabilité forte : Enjeux épistémologiques et politiques, de l'économie écologique aux autres sciences sociales ». *Développement durable et territoires. Économie, géographie, politique, droit, sociologie*, Vol. 10, n°1, Article Vol. 10, n°1. <https://doi.org/10.4000/developpementdurable.13837>
- Bonnet, E., Landivar, D., & Monnin, A. (2021). *Héritage et fermeture : Une écologie du démantèlement*. Éditions Divergences.
- Bouquin, H. (2011). *Comptabilité de gestion*. Economica.
- Boutaud, A., & Gondran, N. (2020). *Les limites planétaires*. la Découverte.
- Brander, M., Tipper, R., Hutchison, C., & Davis, G. (2009). Consequential and Attributional Approaches to LCA : A Guide to Policy Makers with Specific Reference to Greenhouse Gas LCA of Biofuels. *Ecometrica. Technical Paper TP090403A*, 44.
- Brest, P. (2010). *The Power of Theories of Change*. Stanford Social Innovation Review. <http://sc4ccm.jsi.com/wp-content/uploads/2016/07/The-Power-Of-Theories-Of-Change.pdf>
- Brest, P., & Born, K. (2013a). Unpacking the Impact in Impact Investing. *Stanford Social Innovation Review*. https://ssir.org/articles/entry/unpacking_the_impact_in_impact_investing
- Brest, P., & Born, K. (2013b). When Can Impact Investing Create Real Impact? *Stanford Social Innovation Review*. https://ssir.org/articles/entry/impact_investing
- Brest, P., Gilson, R. J., & Wolfson, M. A. (2018). *How Investors Can (and Can't) Create Social*

- Value* (SSRN Scholarly Paper N° 3150347). Social Science Research Network. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3150347>
- Bugg-Levine, A., & Emerson, J. (2011). Impact Investing : Transforming How We Make Money while Making a Difference. *Innovations: Technology, Governance, Globalization*, 6(3), 9-18.
- Busch, T., Bruce-Clark, P., Derwall, J., Eccles, R., Heeb, T., Hoepner, A., Klein, C., Krueger, P., Paetzold, F., Scholtens, B., & Weber, O. (2021). *Impact investments : A call for (re)orientation*. 13.
- Caldecott, B., Clark, A., Harnett, E., Koskelo, K., Wilson, C., & Liu, F. (2022). *Sustainable Finance and Transmission Mechanisms to the Real Economy*. 53.
- Carbone 4, & Net Zero Initiative. (2020). *Un référentiel pour une neutralité carbone collective*. <https://carbone4.com/fr/publication-referentiel-nzi>
- Cardoni, A., Kiseleva, E., & Taticchi, P. (2020). In Search of Sustainable Value : A Structured Literature Review. *Sustainability*, 12(2), 615. <https://doi.org/10.3390/su12020615>
- Castellas, E. I., & Ormiston, J. (2018). Impact Investment and the Sustainable Development Goals : Embedding Field-level Frames in Organisational Practice. In N. Apostolopoulos, H. Al-Dajani, D. Holt, P. Jones, & R. Newbery (Éds.), *Contemporary Issues in Entrepreneurship Research* (Vol. 8, p. 87-101). Emerald Publishing Limited. <https://doi.org/10.1108/S2040-724620180000008010>
- Challenges. (2021). *2050 : Ce fonds qui veut rendre l'investissement « fertile »*. Challenges. https://www.challenges.fr/green-economie/marie-ekeland-et-olivier-mathiot-avec-le-fonds-2050-ils-veulent-rendre-l-investissement-fertile_764094
- Charbonnier, P., Latour, B., & Morizot, B. (2017). Redécouvrir la terre. *Tracés*, 33, 227-252. <https://doi.org/10.4000/traces.7071>
- Chartered Institute of Personnel and Development, & Pensions & Investment Research Consultants. (2015). *Human Capital Reporting—Investing for sustainable growth*.
- Chen, S., & Harrison, R. (2020). Beyond profit vs. purpose : Transactional-relational practices in impact investing. *Journal of Business Venturing Insights*, 14, e00182. <https://doi.org/10.1016/j.jbvi.2020.e00182>
- Clark, C. W. (1973). The Economics of Overexploitation. *Science*, 181(4100), 630-634. <https://doi.org/10.1126/science.181.4100.630>
- Clarkson, P. M., Li, Y., Richardson, G. D., & Vasvari, F. P. (2008). Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure : An empirical analysis. *Accounting, Organizations and Society*, 33(4-5), 303-327. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2007.05.003>
- Clarkson, P. M., Overell, M. B., & Chapple, L. (2011). Environmental Reporting and its Relation to Corporate Environmental Performance : Corporate environmental reporting and performance. *Abacus*, 47(1), 27-60. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6281.2011.00330.x>
- Cohen, R., & Serafeim, G. (2020). How to Measure a Company's Real Impact. *Harvard Business Review*. <https://hbr.org/2020/09/how-to-measure-a-companys-real-impact>
- Commission Européenne. (2018). *Communication de la Commission Européenne (COM(2018) 97 final). Plan d'action : Financer la croissance durable*.
- Common, M., & Perrings, C. (1992). Towards an ecological economics of sustainability. *Ecological Economics*, 6(1), 7-34. [https://doi.org/10.1016/0921-8009\(92\)90036-R](https://doi.org/10.1016/0921-8009(92)90036-R)
- Conseil scientifique de FAIR. (2022). *Appel à réflexion sur l'investissement à impact*. fair. https://www.finance-fair.org/_dwl/autres/2022-01_conseil-scientifique-position-paper-investissement-impact.pdf
- Corvo, L., Pastore, L., Manti, A., & Iannaci, D. (2021). Mapping Social Impact Assessment Models : A Literature Overview for a Future Research Agenda. *Sustainability*, 13(9),

4750. <https://doi.org/10.3390/su13094750>
- Daggers, J., & Nicholls, A. (2016). *The Landscape of Social Impact Investment Research : Trends and Opportunities*.
- Dajoz, R. (2019). *Précis d'écologie (8e édition)* (Dunod).
- Daly, H. E. (1990). Toward some operational principles of sustainable development. *Ecological Economics*, 2(1), 1-6. [https://doi.org/10.1016/0921-8009\(90\)90010-R](https://doi.org/10.1016/0921-8009(90)90010-R)
- Daly, H. E. (2018). *Economie stationnaire (recueil)* (Les Petits Matins).
- Dedeurwaerdere, T. (2014). *Sustainability science for strong sustainability*. Edward Elgar.
- Deloitte. (2021). *General requirements for disclosure of sustainability-related financial information prototype*. Consulté 23 juin 2022, à l'adresse <https://www.iasplus.com/en/news/2021/11/general-requirements-prototype>
- Deloitte. (2022). *ISSB exposure draft of general requirements of sustainability reporting*. Consulté 23 juin 2022, à l'adresse <https://www.iasplus.com/en/news/2022/03/general-requirements>
- Deloitte. (s. d.). *The Challenge of Double Materiality : Sustainability Reporting at a Crossroad*. Deloitte China. Consulté 23 juin 2022, à l'adresse <https://www2.deloitte.com/cn/en/pages/hot-topics/topics/climate-and-sustainability/dcca/thought-leadership/the-challenge-of-double-materiality.html>
- Descola, P. (Réalisateur). (2001). *Anthropologie de la nature—Leçon inaugurale au Collège de France*. <https://www.college-de-france.fr/site/philippe-descola/inaugural-lecture-2001-03-29.htm>
- de Villiers, C., & Sharma, U. (2020). A critical reflection on the future of financial, intellectual capital, sustainability and integrated reporting. *Critical Perspectives on Accounting*, 70, 101999. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2017.05.003>
- de Villiers, C., Venter, E. R., & Hsiao, P.-C. K. (2017). Integrated reporting : Background, measurement issues, approaches and an agenda for future research. *Accounting & Finance*, 57(4), 937-959. <https://doi.org/10.1111/acfi.12246>
- Dietz, S., & Neumayer, E. (2007). Weak and strong sustainability in the SEEA : Concepts and measurement. *Ecological Economics*, 61(4), 617-626. <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2006.09.007>
- Direction de l'Animation de la recherche, des Études et des Statistiques. (s. d.). *Expérimentation Territoires zéro chômeurs de longue durée (ETZCLD) | Dares*. Consulté 16 septembre 2022, à l'adresse <https://dares.travail-emploi.gouv.fr/definitions-et-concepts/experimentation-territoires-zero-chomeurs-de-longue-duree-etzcld>
- EFRAG. (2021). *Proposals for a relevant and dynamic EU sustainability reporting standard-setting*. https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2FEFRAG%2520PTF-NFRS_MAIN_REPORT.pdf
- EFRAG. (2022a). *Educational Session : Exposure Draft ESRS S1 – Own workforce*.
- EFRAG. (2022b). *Educational Session : Exposure Draft ESRS S2—S3—S4*.
- Eisenmenger, N., Pichler, M., Krenmayr, N., Noll, D., Plank, B., Schalmann, E., Wandl, M.-T., & Gingrich, S. (2020). The Sustainable Development Goals prioritize economic growth over sustainable resource use : A critical reflection on the SDGs from a socio-ecological perspective. *Sustainability Science*, 15(4), 1101-1110. <https://doi.org/10.1007/s11625-020-00813-x>
- Ekins, P., Simon, S., Deutsch, L., Folke, C., & De Groot, R. (2003). A framework for the practical application of the concepts of critical natural capital and strong sustainability. *Ecological Economics*, 44(2), 165-185. [https://doi.org/10.1016/S0921-8009\(02\)00272-0](https://doi.org/10.1016/S0921-8009(02)00272-0)

- El Serafy, S. (2013). Proper calculation of income from depletable natural resources. In *Environmental Accounting for Sustainable Development* (World Bank, p. 141-162). Edward Elgar Publishing. <https://doi.org/10.4337/9781781007365.00018>
- ESCP Business School (Réalisateur). (2022). *Conférence ESCP et Génération écologie : Entreprises et décroissance : (p)oser le débat*. <https://www.youtube.com/watch?v=vzSSCyKu7zE>
- ESSEC IIES. (2011). *Guide du retour social sur investissement (SROI)*.
- Eurosif. (2021). *Eurosif 2021 report : Fostering investor impact*.
- Eurosif, & University of Hamburg. (2022). *Classification Scheme for Sustainable Investments*.
- Exploring Economics. (2016). *Ecological Economics*. Consulté 24 juillet 2022, à l'adresse <https://www.exploring-economics.org/en/orientation/ecological-economics/>
- Exploring Economics. (2016). *Économie néoclassique*. Consulté 24 juillet 2022, à l'adresse <https://www.exploring-economics.org/fr/orientation/neoclassical-economics/>
- Finance for Tomorrow. (2021). *Définition de la finance à impact*. <https://financefortomorrow.com/app/uploads/2021/09/Finance-for-Tomorrow-Definition-de-la-finance-a-impact-Septembre-2021-5.pdf>
- FIR, & France Invest. (2021). *Investissement à impact—Une définition exigeante pour le coté et le non-coté*. 19.
- Fournier. (2022). La finance durable est inefficace et contreproductive, selon les données récentes. *Youmatter*. <https://youmatter.world/fr/finance-durable-verte-efficacite-transition-ecologique/>
- Freshfields Bruckhaus Deringer LLP. (2021). *A legal framework for impact : Sustainability in investor decision-making*. UN PRI.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). *ESG and Financial Performance : Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies* (SSRN Scholarly Paper N° 2699610). Social Science Research Network. <https://papers.ssrn.com/abstract=2699610>
- G7 Impact taskforce. (2021). *Time to deliver*.
- Garabedian, A. (2022). Orpea ou la défaite de la notation ESG. *L'AGEFI*. <https://www.agefi.fr/gouvernance/actualites/hebdo/20220203/orpea-defaite-notation-esg-336776>
- Giraud, G., & Nicol, C. (2021). *Actifs fossiles, les nouveaux subprimes ?* Institut Rousseau.
- Global Impact Investing Network (GIIN). (2019). *Using iris+ for decision-making*. 8.
- Global Impact Investing Network (GIIN). (2020a). *Annual Impact Investor Survey*.
- Global Impact Investing Network (GIIN). (2020b). *Core Characteristics of Impact Investing*.
- Global Impact Investing Network (GIIN). (2020c). *Methodology for Standardizing and Comparing Impact Performance*. 38.
- Global Impact Investing Network (GIIN). (2020d). *The State of Impact Measurement and Management Practice, Second Edition*.
- Global Impact Investing Network (GIIN) & JP Morgan. (2010). *Impact Investments : An Emerging Asset Class*.
- Global Sustainable Investment Alliance (GSIA). (2021). *Global Sustainable Investment Review 2020*.
- Godard, O. (1990). Environnement, modes de coordination et systèmes de légitimité : Analyse de la catégorie de patrimoine naturel. *Revue Economique*.
- Godard, O. (2004). *La pensée économique face à la question de l'environnement*. 31.
- Gowdy, J. M., & McDaniel, C. N. (1999). The Physical Destruction of Nauru : An Example of Weak Sustainability. *Land Economics*, 75(2), 333. <https://doi.org/10.2307/3147015>
- Gray, R. (2010). Is accounting for sustainability actually accounting for sustainability...and how would we know? An exploration of narratives of organisations and the planet. *Accounting, Organizations and Society*, 35(1), 47-62.

- <https://doi.org/10.1016/j.aos.2009.04.006>
- Grenoble-Alpes Métropole (Réalisateur). (2022). *Le temps de la comptabilité écologique—Ville durable*. <https://www.grenoble.fr/agendaRCM/88060/2287-le-temps-de-la-comptabilite-ecologique.htm>
- GRI, UN Global Compact, & WBCSD. (2016). *Le guide des ODD à destination des entreprises*.
- Grieco, C., Michelini, L., & Iasevoli, G. (2015). Measuring Value Creation in Social Enterprises : A Cluster Analysis of Social Impact Assessment Models. *Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly*, 44(6), 1173-1193. <https://doi.org/10.1177/0899764014555986>
- Guerrien, B., & Gün, O. (2012). *Dictionnaire d'analyse économique* (4e éd. revue et augmentée). Éd. la Découverte.
- Hachenberg, B., & Schiereck, D. (2018). Are green bonds priced differently from conventional bonds? *Journal of Asset Management*, 19(6), 371-383. <https://doi.org/10.1057/s41260-018-0088-5>
- Hametner, M. (2022). Economics without ecology : How the SDGs fail to align socioeconomic development with environmental sustainability. *Ecological Economics*, 199, 107490. <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2022.107490>
- Hamon, J., & Jacquillat, B. (1994). *Recherches en finance du CEREG*. Economica.
- Harvard Business School. (2022a). *A 35-minute lesson with Prof. George Serafeim and Sir Ronald Cohen on Impact-Weighted Accounts*. <https://lessons.online.hbs.edu/lesson/impact-weighted-accounts/>
- Harvard Business School. (2022b). *International Foundation for Valuing Impacts Holds Inaugural Board Meeting*. <https://www.hbs.edu/news/releases/Pages/IFVI-IAWI.aspx#:~:text=The%20goal%20of%20the%20International,achieve%20long%20Dterm%20financial%20stability>
- Heeb, F., Kellers, A., & Kölbel, J. (2022). *Does ESG integration impact the real economy?* 28.
- Heeb, F., & Walkate, H. (2022). *A-B-E-G-L-N. How adding six letters to SFDR can make it 'work'*. Illuminem. Consulté 2 mai 2022, à l'adresse <https://illuminem.com/energyvoices/7fa8a795-0c7b-4124-be07-ed265e5b3440>
- High-Level Expert Group on Sustainable Finance. (2018). *Financing a Sustainable European economy*.
- Holling, C. S. (1973). Resilience and Stability of Ecological Systems. *Annual Review of Ecology and Systematics*, 4(1), 1-23. <https://doi.org/10.1146/annurev.es.04.110173.000245>
- I4CE. (2021). *Panorama des financements climat 2020*.
- IFC. (2019). *The Promise of Impact Investing*.
- IFRS. (2022). *Conceptual Framework for Financial Reporting*. <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/conceptual-framework.html/content/dam/ifrs/publications/html-standards/english/2022/issued/cf/>
- ii lab. (2021). *Comment favoriser le développement de l'investissement à impact*.
- ii lab. (2020). *Etat des lieux du marché français de l'investissement à impact*.
- Impact Frontiers Collaboration. (2020). *How Investors Can Integrate Social Impact With Financial Performance to Improve Both*. https://ssir.org/articles/entry/how_investors_can_integrate_social_impact_with_financial_performance_to_improve_both
- Impact Management Project. (2022). *Investors and financial institutions*. Impact Management Platform. Consulté 12 août 2022, à l'adresse <https://impactmanagementplatform.org/get-started/investment-and-finance/>
- Impact Management Project. (2018). *A Shared Convention for Impact Management*.

- Impact Management Project. (2019). *A guide to classifying the impact of investments*.
- International Energy Agency. (2022). *World Energy Investment 2022*.
- International Monetary Fund. (2010). *Concessionnalité et définition des limites d'endettement pour les programmes appuyés par le FMI dans les pays à faible revenu*. <https://www.imf.org/external/french/np/pdr/conc/>
- IPCC. (2022). *Climate Change 2022 : Mitigation of Climate Change. Working Group III Contribution to the IPCC Sixth Assessment Report*.
- ISO. (2021). *Tout savoir sur l'impact washing*. ISO. Consulté 9 août 2022, à l'adresse <https://www.iso.org/cms/render/live/fr/sites/isoorg/contents/news/2021/11/Ref2752.html>
- ISSB. (2021). *General requirements for disclosure of sustainability-related financial information prototype*. <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/groups/trwg/trwg-general-requirements-prototype.pdf>
- ISSB. (2022). *Exposure Draft on IFRS S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information*. <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/project/general-sustainability-related-disclosures/exposure-draft-ifrs-s1-general-requirements-for-disclosure-of-sustainability-related-financial-information.pdf>
- Jacquillat, B. (2021). *Les 100 mots de la finance* (8e éd). Que sais-je ?
- Jones, P., Comfort, D., & Hillier, D. (2016). Materiality in corporate sustainability reporting within UK retailing. *Journal of Public Affairs*, 16(1), 81-90. <https://doi.org/10.1002/pa.1570>
- Directive-cadre sur l'eau (2000/60/CE).
- Keller, D., Panella, K., & Serafeim, G. (2022). A Conceptualization of Sub-Living Wages : Liabilities, Leverage, and Risk. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4137565>
- Kölbel, J. F., & Lambillon, A.-P. (2022). *Who Pays for Sustainability? An Analysis of Sustainability-Linked Bonds* (SSRN Scholarly Paper N° 4007629). <https://doi.org/10.2139/ssrn.4007629>
- Kölbel, J., Heeb, F., Paetzold, F., & Busch, T. (2020). *Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3289544
- KPMG. (2020). *The Time Has Come : The KPMG Survey of Sustainability Reporting 2020*. 63.
- KPMG, ACCA, & Fauna & Flora International. (2012). *Is natural capital a material issue ?* <https://www.accaglobal.com/content/dam/acca/global/PDF-technical/environmental-publications/natural-capital.pdf>
- La Tribune. (2022). *Mesure de l'impact : Ne réinventons pas la roue*. La Tribune. <https://www.latribune.fr/opinions/tribunes/mesure-de-l-impact-ne-pas-reinventer-la-roue-922155.html>
- Lagoarde-Segot, T., & Martinez, E. (2020). Ecological Finance Theory : New Foundations. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3612729>
- Latour, B. (1995). *Moderniser ou écologiser. A la recherche de la Septième Cité*. 24.
- Latour, B. (2008). *Politiques de la nature : Comment faire entrer les sciences en démocratie*. La Découverte.
- Le Monde. (2022). *Perquisitions chez Deutsche Bank, soupçonnée de « greenwashing » en Allemagne*. https://www.lemonde.fr/international/article/2022/05/31/perquisitions-chez-deutsche-bank-soupconnee-de-greenwashing-en-allemande_6128357_3210.html
- Le Ravalec, M., Rambaud, A., & Blum, V. (2022). Taking climate change seriously : Time to credibly communicate on corporate climate performance. *Ecological Economics*, 200, 107542. <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2022.107542>

- Lefournier, J., & Grandjean, A. (2021). *L'illusion de la finance verte*. Les Editions de l'Atelier. <https://editionsatelier.com/boutique/nouveautes/206-l-illusion-de-la-finance-verte-9782708253735.html>
- McCreless, M. (2017). Toward the Efficient Impact Frontier. *Stanford Social Innovation Review*.
- McElroy, M. W. (2008). *Measuring the social sustainability performance of organizations*. 295.
- McElroy, M. W. (2019). *Making Materiality Determinations—A Context-Based Approach*.
- McElroy, M. W., & Thomas, M. P. (2015). The MultiCapital Scorecard. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 6(3), 425-438. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-04-2015-0025>
- Milne, M. J., & Gray, R. (2013). W(h)ither Ecology? The Triple Bottom Line, the Global Reporting Initiative, and Corporate Sustainability Reporting. *Journal of Business Ethics*, 118(1), 13-29. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1543-8>
- Mirova. (2020). *Rapport d'impact 2020*.
- Mirova. (2022a). *Mirova Engagement Report*.
- Mirova. (2022b). *Report on the exercise of voting rights*.
- Misani, N., & Pogutz, S. (2015). Unraveling the effects of environmental outcomes and processes on financial performance : A non-linear approach. *Ecological Economics*, 109, 150-160. <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2014.11.010>
- Moneva, J. M., Archel, P., & Correa, C. (2006). GRI and the camouflaging of corporate unsustainability. *Accounting Forum*, 30(2), 121-137. <https://doi.org/10.1016/j.accfor.2006.02.001>
- Monzonís Comes, A. (2022). *Impact-washing demands safeguards—Environmental Finance*. Consulté 9 août 2022, à l'adresse <https://www.environmental-finance.com/content/analysis/impact-washing-demands-safeguards.html>
- Nguyen, L., & Goldstein, M. (2022). Goldman Sachs Is Being Investigated Over E.S.G. Funds. *The New York Times*. <https://www.nytimes.com/2022/06/12/business/sec-goldman-sachs-esg-funds.html>
- Notat, N., & Sénard, J.-D. (2018). *L'entreprise, objet d'intérêt collectif*. https://www.economie.gouv.fr/files/files/PDF/2018/entreprise_objet_interet_collectif.pdf
- Organisation des Nations Unies. (1948). *Déclaration universelle des droits de l'Homme de 1948*. [justice.gouv.fr. Consulté 10 août 2022, à l'adresse http://www.textes.justice.gouv.fr/textes-fondamentaux-10086/droits-de-lhomme-et-libertes-fondamentales-10087/declaration-universelle-des-droits-de-lhomme-de-1948-11038.html](http://www.textes.justice.gouv.fr/textes-fondamentaux-10086/droits-de-lhomme-et-libertes-fondamentales-10087/declaration-universelle-des-droits-de-lhomme-de-1948-11038.html)
- Transformer notre monde : Le Programme 2030 pour le développement durable*, (2015) (testimony of Organisation des Nations Unies).
- Organisation des Nations Unies. (2022). *Cadre mondial d'indicateurs relatifs aux objectifs et aux cibles du Programme de développement durable à l'horizon 2030*.
- Organisation internationale du Travail. (s. d.). *Travail décent*. Consulté 25 août 2022, à l'adresse <https://www.ilo.org/global/topics/decent-work/lang--fr/index.htm>
- Paranque, B., & Revelli, C. (2019). Ethico-economic analysis of impact finance : The case of Green Bonds. *Research in International Business and Finance*, 47, 57-66. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.12.003>
- Passet, R. (1996). *L'Économique et Le Vivant*. *Economica* (programme ReLIRE). <https://doi.org/10.3917/econo.passe.1996.01>
- Pearce, D. (1976). The limits of cost-benefit analysis as a guide to environmental policy. *Kyklos*, 29(1), 97-112. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6435.1976.tb01962.x>

- Pearce, D. W., & Atkinson, G. D. (1993). Capital theory and the measurement of sustainable development: An indicator of “weak” sustainability. *Ecological Economics*, 8(2), 103-108. [https://doi.org/10.1016/0921-8009\(93\)90039-9](https://doi.org/10.1016/0921-8009(93)90039-9)
- Pearce, D. W., & Turner, R. K. (1991). Economics of Natural Resources and the Environment. *Land Economics*, 67(2), 272. <https://doi.org/10.2307/3146419>
- Pedersen, L. H., Fitzgibbons, S., & Pomorski, L. (2021). Responsible investing: The ESG-efficient frontier. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 572-597. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.11.001>
- Persson, L., Carney Almroth, B. M., Collins, C. D., Cornell, S., de Wit, C. A., Diamond, M. L., Fantke, P., Hassellöv, M., MacLeod, M., Ryberg, M. W., Sjøgaard Jørgensen, P., Villarrubia-Gómez, P., Wang, Z., & Hauschild, M. Z. (2022). Outside the Safe Operating Space of the Planetary Boundary for Novel Entities. *Environmental Science & Technology*, 56(3), 1510-1521. <https://doi.org/10.1021/acs.est.1c04158>
- Platform on Sustainable Finance. (2022a). *Final Report on Social Taxonomy*. 84.
- Platform on Sustainable Finance. (2022b). *The Extended Environmental Taxonomy: Final Report on Taxonomy extension options supporting a sustainable transition*. https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/220329-sustainable-finance-platform-finance-report-environmental-transition-taxonomy_en.pdf
- Principles of Responsible Investment. (s. d.). *Reporting Framework glossary*. PRI. Consulté 17 août 2022, à l'adresse <https://www.unpri.org/reporting-and-assessment/reporting-framework-glossary/6937.article>
- Principles of Responsible Investment. (2020). *Investing with SDG outcomes*.
- RAISE. (2021). *Méthodologie de Mesure et de Management de l'Impact*.
- RAISE. (2022). *Rapport d'impact 2021*.
- Ralite, S., & Cooke, D. (2021). Does the SFDR help the impact-focused retail investor? 2Di. <https://2degrees-investing.org/blogs/does-the-sfdr-help-the-impact-focused-retail-investor/>
- Rambaud, A. (2015). *La valeur de l'existence en comptabilité: Pourquoi et comment l'entreprise peut (p)rendre en compte des entités environnementales pour “elles-mêmes” ?* (Numéro 2015PA090050) [Theses, Université Paris Dauphine - Paris IX]. <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01319973>
- Rambaud, A. (2022a). CARE: repenser la comptabilité sur des bases écologiques. *L'Economie politique*, 93.
- Rambaud, A. (2022b). *Formation introductive à CARE*.
- Rambaud, A., Alijani, S., Dejean, F., & Karyotis, C. (2022). *Mesure et définition des impacts extra-financiers des investissements: Retour des théories et pratiques de l'Impact Investing et apports possibles de la comptabilité*. ANC. https://www.anc.gouv.fr/files/live/sites/anc/files/contributed/ANC/3_Recherche/D_Etats%20generaux/2022/Papiers%20de%20recherche/TR4%20_Alexandre-Rambaud.pdf
- Rambaud, A., & Chenet, H. (2021). How to re-conceptualise and re-integrate climate finance into society through ecological accounting? *Bankers, Markets & Investors*, 166, 20-43.
- Rambaud, A., & Richard, J. (2015). The “Triple Depreciation Line” instead of the “Triple Bottom Line”: Towards a genuine integrated reporting. *Critical Perspectives On Accounting*, 33, 92-116. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2015.01.012>
- Rambaud, A., & Richard, J. (2017). *The “Triple Depreciation Line” (TDL) accounting model and its application to the Human Capital*. 28.
- Rekker, S., Ives, M. C., Wade, B., Webb, L., & Greig, C. (2022). Measuring corporate Paris Compliance using a strict science-based approach. *Nature Communications*, 13(1), 4441. <https://doi.org/10.1038/s41467-022-31143-4>

- Richard, J. (2008). « *Le financier a raison, le comptable a tort* ». La Découverte. <https://www.cairn.info/petit-breviaire-des-idees-recues-en-management--9782707160140-page-187.htm>
- Richard, J. (2012). *Comptabilité et développement durable*. Economica.
- Richard, J. (2015). The dangerous dynamics of modern capitalism (from static to IFRS' futuristic accounting). *Critical Perspectives on Accounting*, 30, 9-34. Scopus. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2014.09.003>
- Richard, J., Bensadon, D., & Rambaud, A. (2018). *Comptabilité financière*. Dunod. <https://doi.org/10.3917/dunod.richa.2018.01>
- Richard, J., & Rambaud, A. (2020). *Révolution comptable. Pour une entreprise écologique et sociale* -. <https://www.decitre.fr/livres/revolution-comptable-9782708253490.html>
- Riek, C. L. (1987). *The problems with social cost-benefit analysis : Economics, ethics and politics*. <https://doi.org/10.14288/1.0096831>
- Roca, L. C., & Searcy, C. (2012). An analysis of indicators disclosed in corporate sustainability reports. *Journal of Cleaner Production*, 20(1), 103-118. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2011.08.002>
- Rockström, J., Steffen, W., Noone, K., Persson, Å., Chapin, F. S., Lambin, E. F., Lenton, T. M., Scheffer, M., Folke, C., Schellnhuber, H. J., Nykvist, B., de Wit, C. A., Hughes, T., van der Leeuw, S., Rodhe, H., Sörlin, S., Snyder, P. K., Costanza, R., Svedin, U., ... Foley, J. A. (2009). A safe operating space for humanity. *Nature*, 461(7263), 472-475. <https://doi.org/10.1038/461472a>
- Schoenmaker, D. (2017). *From Risk to Opportunity : A Framework for Sustainable Finance* (SSRN Scholarly Paper N° 3066210). Social Science Research Network. <https://papers.ssrn.com/abstract=3066210>
- Schoenmaker, D., & Schramade, W. (2018). *Principles of Sustainable Finance* (SSRN Scholarly Paper N° 3282699). Social Science Research Network. <https://papers.ssrn.com/abstract=3282699>
- Schönherr, N., Findler, F., & Martinuzzi, A. (2017). Exploring the interface of CSR and the Sustainable Development Goals. In *Transnational Corporations, Vol. 24 No. 3* (UNCTAD).
- Serafeim, G., Park, D., Freiberg, D., & Zochowski, R. (2020). Corporate Environmental Impact : Measurement, Data and Information. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3565533>
- Serafeim, G., Zochowski, T. R., & Downing, J. (2019). *Impact-Weighted Financial Accounts : The Missing Piece for an Impact Economy*. 36.
- Sibieude, T. (2012). *Evaluer l'impact social avec l'approche SROI*. Les Cahiers de l'Institut de l'Innovation et de l'Entrepreneuriat Social (IIES). https://www.avise.org/sites/default/files/atoms/files/20140204/201202_Essec_SROI.pdf
- Spash, C. L. (2012). New foundations for ecological economics. *Ecological Economics*, 77, 36-47. <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2012.02.004>
- Spash, C. L. (Éd.). (2018). *Routledge handbook of ecological economics : Nature and society* (First issued in paperback). Routledge.
- Spremann, K. (2009). Old and New Financial Paradigms. In G. Eilenberger, S. Haghani, A. Kötzle, K. Reding, & K. Spremann (Éds.), *Current Challenges for Corporate Finance* (p. 7-26). Springer Berlin Heidelberg. https://doi.org/10.1007/978-3-642-04113-6_2
- Steffen, W., Richardson, K., Rockström, J., Cornell, S. E., Fetzer, I., Bennett, E. M., Biggs, R., Carpenter, S. R., de Vries, W., de Wit, C. A., Folke, C., Gerten, D., Heinke, J., Mace, G. M., Persson, L. M., Ramanathan, V., Reyers, B., & Sörlin, S. (2015). Planetary boundaries : Guiding human development on a changing planet. *Science*, 347(6223),

1259855. <https://doi.org/10.1126/science.1259855>
- Tang, D. Y., & Zhang, Y. (2020). Do shareholders benefit from green bonds? *Journal of Corporate Finance*, 61, 101427. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.12.001>
- Technical Expert Group on Sustainable Finance. (2020). *Taxonomy : Final report*.
- The SROI Network. (2012). *A Guide to Social Return On Investment*.
- Thomas & McElroy LLC. (2021). *MultiCapital Scorecard® | Rethinking Organizational Performance*. Consulté 24 août 2022, à l'adresse <https://www.multicapitalscorecard.com/>
- Triodos Investment Management. (s. d.). *Impact investing : Choosing between impact and financial return?* Consulté 6 août 2022, à l'adresse <https://www.triodos-im.com/knowledge-centre/choosing-between-impact-and-financial-return>
- UNEP FI. (2018). *Rethinking Impact to Finance the SDGs – United Nations Environment – Finance Initiative*. Consulté 9 août 2022, à l'adresse <https://www.unepfi.org/positive-impact/rethinking-impact/>
- UNEP FI. (2017). *Principles for Positive Impact Finance*. <https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2017/01/POSITIVE-IMPACT-PRINCIPLES-AW-WEB.pdf>
- Usbek & Rica. (2021). « *Héritage et Fermeture* » : Une voie nouvelle pour démanteler le legs du capitalisme. <https://usbeketrica.com/fr/article/heritage-et-fermeture-une-voie-nouvelle-pour-demanteler-le-legs-du-capitalisme>
- Viviani, J.-L., & Maurel, C. (2019). Performance of impact investing : A value creation approach. *Research in International Business and Finance*, 47, 31-39. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2018.01.001>
- Vogel, I. (2012). *Review of the use of 'Theory of Change' in international development*. 86.
- Vuattoux, J.-C., Le Guillou, D., & Carn, C. (2022). Rendre visibles les dettes sociales et humaines par la comptabilité : Le cas d'une entreprise à but d'emploi (EBE). *Horizons Publics*, 26.
- Wang-Erlandsson, L., Tobian, A., van der Ent, R. J., Fetzer, I., te Wierik, S., Porkka, M., Staal, A., Jaramillo, F., Dahlmann, H., Singh, C., Greve, P., Gerten, D., Keys, P. W., Gleeson, T., Cornell, S. E., Steffen, W., Bai, X., & Rockström, J. (2022). A planetary boundary for green water. *Nature Reviews Earth & Environment*, 3(6), 380-392. <https://doi.org/10.1038/s43017-022-00287-8>
- World Commission on Environment and Development (Éd.). (1987). *Our common future*. Oxford University Press.
- Zerbib, O. D. (2019). The effect of pro-environmental preferences on bond prices : Evidence from green bonds. *Journal of Banking & Finance*, 98, 39-60. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.10.012>

Annexes

Analyse comparée des définitions de la finance à impact

| | Bernard-Colinet (2020a ; 2020b) | Finance For Tomorrow (2021) | GIIN (2020) | IFC (2019) | UNEP FI (2017) | FIR & France Invest (2021) |
|---|---|--|---|---|--|---|
| | Qu'est-ce que la finance à impact ? | | | | | |
| Définition | « L'investissement à impact recouvre l'ensemble des investissements qui recherchent explicitement à la fois une rentabilité économique et la création d'un impact social et environnemental positif et mesurable. » | « La finance à impact est une stratégie d'investissement ou de financement qui vise à accélérer la transformation juste et durable de l'économie réelle, en apportant une preuve de ses effets bénéfiques. » | “Investments made with the intention to generate positive, measurable social and environmental impact alongside a financial return” | « Investissements réalisés dans des entreprises ou des organisations dans le but de contribuer à un impact social ou environnemental positif mesurable, parallèlement à un rendement financier. » | “Positive Impact Finance is that which serves to finance Positive Impact Business. It is that which serves to deliver a positive contribution to one or more of the three pillars of sustainable development (economic, environmental and social)” | L'investissement à impact s'appuie sur « trois caractéristiques principales liées à l'investissement à impact : l'intentionnalité, l'additionnalité, la mesure de l'impact et son intégration dans les processus d'investissements. » |
| Définition de « l'impact » (vs. externalités ?) | L'impact se définit comme « une somme de changements qui interviennent en conséquence des résultats d'une action. » « L'impact est différent de l'externalité générée par une action. » | Il est fait la distinction entre « effets » et les externalités (supposées involontaires), sans définir totalement la notion d'externalité (au sens économique). | La recherche d'impact passe par la référence au bien être des parties prenantes (“change in end-stakeholders' well-being or state associated with activity”), soit une approche par les externalités. | La finance à impact recherche un “improvement in social and environmental outcomes” et dans la “social value”. | L'impact est généré dès lors qu'il y a contribution du financeur ou de l'entreprise à l'un des objectifs de développement durable. | « L'impact se réfère aux externalités sociales et/ou environnementales positives attendues des investissements [...] » |
| Intentionnalité | L'intentionnalité passe par l'étude des mécanismes de causalité des actions de l'acteur financier jusqu'à l'impact escompté. | Il s'agit de la « volonté » des acteurs financiers. | Il s'agit d'explicitier les objectifs poursuivis, à l'intérieur même de la thèse d'investissement, et la stratégie mise en œuvre pour les atteindre. | L'intentionnalité se définit essentiellement au niveau de l'investisseur et n'est pas indispensable au niveau de l'entreprise financée. | Bien que non définie en tant que telle, le principe de transparence (Principe 4) implique de communiquer sur les intentions de l'investisseur. | « Il est évalué par rapport à des objectifs d'impacts spécifiques et définis ex-ante, fondés sur une intentionnalité de l'investisseur et, le cas échéant, des entreprises dans lesquelles il investit. » |
| Additionnalité | Cette notion n'est pas explicitement invoquée dans la définition de la finance à impact. | Le pilier « additionnalité » correspond à la « contribution particulière et directe des acteurs financiers. » | - | “This difference is what allows the investor to achieve impact—the investor provides something (additional financing or other value addition) to the firm that changes the activities of | L'additionnalité est définie comme le fait de participer à l'un des objectifs des ODD. | L'additionnalité se définit comme « l'action ou la contribution particulière et directe de l'investisseur permettant à l'entreprise investie ou au projet financé d'accroître l'impact |

| | | | | | | |
|--|--|--|--|--|--|---|
| | | | | <i>the firm—quantitatively or qualitatively in ways that cause an improvement in social and environmental outcomes.”</i> | | <i>net positif généré par ses activités. »</i> |
| Mesure de l'impact | « Des outils doivent être mis en place pour évaluer les résultats in itinere et ex post. » | S'inscrit dans le cadre de la théorie du changement par la recherche de mécanismes de causalité et « l'évaluation des effets sociaux et/ou environnementaux » qui sont générés par les acteurs financiers. | Il y a un engagement de l'investisseur de “to measure and report the social and environmental performance of underlying investments” | “The observation that you can't manage what you can't measure applies to social impact no less than financial returns.” | L'UNEP FI ne prescrit pas d'outils méthodologiques particuliers (tant que la méthodologie utilisée est communiquée de manière transparente). | La mesure d'impact consiste à évaluer les impacts générés en comparaison avec les objectifs initialement poursuivis (intentionnalité). |
| Relation rentabilité et impact ? | Il y a une « orthogonalité entre la transformation durable et le couple rendement/risque », c'est-à-dire que la relation est non linéaire (« Une droite de régression ne peut pas être établie » entre ces deux éléments). | Il y a une recherche « conjointe » d'une rentabilité financière et de l'impact | Les objectifs de rentabilité peuvent s'établir « from below market rate to risk-adjusted market rate. » | « [...] it elevates the achievement of positive social and environmental impact to that of a primary investment objective. » | Il n'y a aucune opposition entre le rendement financier et la production d'impact. | « L'investisseur poursuit dès lors un double objectif de performance financière et d'impact. » |
| Autorise l'impact net ? | Assurer une « minimisation des externalités négatives ou de transfert d'impacts. » | Condition sine qua non du respect du DNSH, dans le sens où « les externalités négatives doivent être maîtrisées. » | Les conséquences négatives des actions menées doivent être identifiées et atténuées. | “Avoiding unintended consequences can also be a strategy to reduce investment risk, a key motivation for the use of ESG criteria in evaluating investments.” | S'assurer que “any potential negative impacts to any of the pillars [of sustainable development] have been duly identified and mitigated”. | La position à ce sujet n'a pas été tranchée définitivement par les différents groupes de travail. |
| Comment peut-on générer de l'impact ? | | | | | | |
| Différencie l'impact du financeur et de l'entreprise ? | Les 6 critères doivent être appliqués aux deux parties (entreprise/projet et financeur). | Le pilier « additionnalité » correspond à la « contribution particulière et directe des acteurs financiers » | L'impact lié à l'investisseur est défini comme la « contribution » (dans le sens de l'IMP). | Les impacts générés par le financeur et par l'entreprise sont différenciés. | - | Les impacts générés par le financeur et par l'entreprise sont différenciés. |
| Mécanismes de l'impact | - | L'additionnalité passe notamment par un « engagement des équipes de gestion auprès des dirigeants avec pour objectif de maximiser l'impact » | - | - | - | En apportant des financements à une entreprise peu couverte par le marché ou bien apporter son soutien technique et stratégique à l'entreprise. |

| | | | | | | |
|---|--|--|--|---|--|--|
| Financer la redirection écologique des entreprises ? | « L'investissement à impact ne concerne pas forcément que des structures qui ont un impact positif » mais aussi des organisations qui se placent dans une démarche d'impact. | « Dans une dynamique de transition, l'objectif est aussi de soutenir les trajectoires de transformation à 360° des entreprises » | - | - | - | - |
| Classe d'actifs concernés (côté, non-côté...) ? | Proposition d'un cadre opérationnel de transparence à destination des épargnants qui serait applicable à « tous les produits financiers ». | Définition « non discriminante », sous réserve de respecter la définition et les principes proposés. | "Impact investments can be made across asset classes" | "[...] refers to the provision of debt or equity, as well as the provision of guarantees or risk insurance, which facilitates the provision of debt by a third party" | La définition peut être appliquée à toutes les classes d'actifs. | Cette définition est applicable à l'ensemble de l'univers d'investissement, même si les leviers d'action disponibles dans le non-côté paraissent plus efficaces. |
| Horizon temporel | Horizon long-terme. | L'acteur financier doit définir l'horizon d'investissement pour permettre de matérialiser et pérenniser les objectifs visés. | - | "Impact investors are often called "patient capital"— that is, they are willing to wait longer to realize a return on their investment." | - | S'inscrit dans un horizon long terme. |
| Comment peut-on mesurer l'impact ? | | | | | | |
| Référentiels et standards (ODD...)? | Le besoin socio-environnemental auquel prétend répondre l'acteur financier peut soit se rattacher à des cadres de référence existant soit à un besoin nouveau qui a été identifié et étudié. | Les objectifs sociaux et environnementaux doivent s'intégrer dans des cadres de référence (e.g. ODD), avec une déclinaison aux différentes échelles. Les ODD sont « acceptés et reconnus » | "Identifying a social or environmental need aligned with empirical evidence or well-established science as well as one expressed by the population or environmental community the investment seeks to serve" | "Increasingly, impact investors frame their intent in terms of a contribution toward achieving the SDGs" | La définition de l'UNEP FI s'inscrit dans l'objectif de financer les ODD. | La finance à impact se fixe un « objectif explicite de répondre à un enjeu du développement durable ». |
| Qu'est-ce qui est mesuré : L'impact de l'entreprise ou du financeur ? | La mesure d'impact s'applique de la même manière aux financeurs et aux entreprises financées. | La mesure de l'impact doit s'appliquer aux actions de l'investisseur/financeur. | "track positive and negative results that occur directly as a result of the investment and its investee's operations" "Set targets about our investment's contribution to improvement of that need" | Les différents « archétypes » identifiés par l'IFC n'assurent pas en eux-mêmes que l'impact de l'investisseur soit mesuré (ou évalué) au même titre que l'impact de l'entreprise. | L'analyse des impacts peut se porter sur les effets produits par l'entité financière <u>ou</u> non-financière. | Le parti pris de la définition est de limiter la mesure d'impact à l'impact généré par l'entreprise, tandis que le principe d'additionnalité est applicable à l'investisseur uniquement. |

| | | | | | | |
|---|---|---|--|--|---|---|
| Quels outils ou méthodologies de mesure de l'impact ? | Pas un unique choix d'outils privilégiés, mais plusieurs méthodologies en lien avec des cadres de référence mondiaux et adaptables aux différents contextes. | Le choix des outils et méthodologies est laissé à la discrétion de l'acteur financier. | Le GIIN propose un référentiel d'évaluation de l'impact (IRIS+) et une méthodologie de mesure. Il est recommandé de fixer des objectifs par rapport à des seuils (environnementaux ou sociaux). | L'IFC considère qu'il y a un besoin d'une standardisation des indicateurs pour mesurer l'impact. | L'UNEP FI ne propose pas d'outils méthodologiques particuliers ni de cadre d'analyse. | Aucune méthode plutôt qu'une autre n'est recommandée. |
| Intégration entre financier et extra-financier ? | L'intégration est considérée comme « <i>un facteur clé de succès de l'investissement à impact</i> ». | La question au sein du groupe de travail est restée au stade du débat. | - | Parmi les méthodologies identifiées, une méthode passe par la valorisation des externalités (i.e. vision utilitariste de la matérialité socio-environnementale). | - | Pour répondre au double objectif de rentabilité et d'impact, il faudrait un « <i>processus d'investissement intégrant totalement le financier et l'extra-financier</i> ». |
| Reporting ou comptabilité ? | Assurer la « <i>disponibilité d'un reporting structuré sur base d'un modèle partagé par l'ensemble des acteurs</i> ». La comptabilité (notamment CARE) est mentionnée en tant que piste à creuser. | Elaborer un « <i>reporting d'impact robuste, intègre et transparent</i> ». Les travaux sur CARE sont mentionnés. | IRIS+ se rapproche d'un système d'information, type reporting. | « <i>Regular reporting of this information allows for impact measurement</i> » | Le processus par lequel est géré, suivi et mesuré l'impact peut faire l'objet de vérifications externes, sous la forme de certification ou d'audit. | Un des caractéristiques centrales de la finance à impact est de produire « <i>un reporting d'impact robuste, intègre et transparent</i> ». |

| | Brest & Born (2013) | Kölbel et al. (2020) | Bush et al. & Eurosif (2021 & 2022) | Cadelcott et al. (2022) |
|---|---|---|--|--|
| Qu'est-ce que la finance à impact ? | | | | |
| Définition | La finance à impact consiste à « <i>actively placing capital in enterprises that generate social or environmental goods, services, or ancillary benefits such as creating good jobs, with expected financial returns ranging from the highly concessionary to above market</i> ». | - | L'investissement à impact se définit comme des « <i>investments that focus on real-world changes in terms of solving social challenges and/or mitigating ecological degradation</i> ». | L'objectif est de préciser les mécanismes de de l'impact. « <i>Definitional debates over "what" is green or sustainable actually matter less than "how" financial products make the world greener or more sustainable</i> » |
| Définition de « l'impact » (vs. externalités ?) | Les impacts générés par l'entreprise sont définis comme des externalités | L'impact est vu comme le résultat d'une activité sur un paramètre d'ordre environnemental ou social. Il ne s'agit | La définition de l'impact n'est pas claire et fait allusion aux externalités : « <i>incorporating impacts requires</i> | « <i>impact is achieved only when a sustainable investment reaches the real</i> |

| | | | | |
|--|---|---|---|--|
| | positives, dans le sens économique du terme. <i>Enterprise impact is the social value of the goods, services, or other benefits provided by the investee enterprise.</i> | pas d'une définition économique de l'externalité. <i>« we define impact as change in a specific social or environmental parameter that is caused by an activity».</i> | <i>considering positive and negative externalities ».</i> | <i>economy through at least one of three 'transmission mechanisms'. ”</i> |
| Intentionnalité | L'intentionnalité est recherchée pour s'assurer que la démarche à impact atteindra ses objectifs. Sinon, on générerait des impacts de manière accidentelle. | L'article n'évoque pas l'intentionnalité comme un critère explicite et formel de la finance à impact. | Bush (2021) fait le choix de ne pas traiter la question de l'intentionnalité car il considère que ce n'est pas une caractéristique clairement identifiable dans la pratique, si ce n'est <i>via</i> l'équilibre obtenu sur le marché. | Caldecott et al. (2022) argumente précisément en faveur d'une plus grande transparence des institutions financières pour démontrer l'intentionnalité de leur démarche. |
| Additionnalité | L'additionnalité est au cœur de la démarche à impact, en ce qu'elle génère des impacts qui ne se seraient pas produits sinon. | Le dernier critère qui définit l'impact (« <i>un lien de causalité</i> ») se réfère à un résultat qui ne se serait pas produit sans l'activité en question, ce qui constitue un critère d'additionnalité. | La sous-catégorie « <i>impact-generating</i> » se différencie de la première (« <i>impact-aligned</i> ») en ce qu'elle amène à générer un impact additionnel, qui ne se serait pas produit sinon. | Caldecott et al. (2022) reconnaît que l'additionnalité est un point central pour la finance à impact qui dépasse le cadre de l'article. |
| Mesure de l'impact | Brest & Bron (2013) pointe du doigt la difficulté à mesurer l'impact dans ses trois dimensions (entreprise, investisseur, non-monétaire) mais considère qu'il s'agit d'une étape indispensable. | - | Les différentes sous-catégories de la finance à impact (et de la finance durable) se distinguent par le degré de précision dans la mesure de l'impact. | La mesure de l'impact en tant que telle ne fait pas partie du champ d'investigation de l'article. L'article recommande cependant de fixer des budgets d'impact en parallèle des budgets risque/rendement. |
| Relation rentabilité et impact ? | <i>"[...] with expected financial returns ranging from the highly concessionary to above market".</i> | - | <i>"The major feature of real-impact investments is impact generation, independently of financial performance considerations."</i> | <i>"This suggests that portfolios with the same risk-return profiles can have different environmental impact and that higher potential impact portfolios do not have to mean lower risk-return expectations. Further empirical work is required to evidence this."</i> |
| Autorise l'impact net ? | - | - | - | - |
| Comment peut-on générer de l'impact ? | | | | |
| Différencie l'impact du financeur et de l'entreprise ? | On différencie l'impact de l'investisseur de l'impact de l'entreprise. <i>Without successful outcomes from the social enterprise, no investment can have social impact</i> | La finance à impact entraîne des changements dans la taille (la quantité d'impacts générés) ou la qualité (capacité à générer des impacts) de l'entreprise. | Tout l'objet de Bush (2021) est de montrer comment un investisseur peut avoir de l'impact en parallèle de l'entreprise. | Caldecott et al. (2022) reprend la segmentation de l'impact entre impact de l'entreprise et de l'investisseur. |
| Mécanismes de l'impact | Voir annexe : «Analyse comparée des mécanismes de l'impact » | | | |

| | | | | |
|---|---|--|---|---|
| Financer la redirection écologique des entreprises ? | Brest & Born (2013) n'aborde pas ce sujet et n'évoque uniquement que des situations où l'entreprise financée est déjà « vertueuse ». | En mettant en lumière le changement qualitatif de l'entreprise (meilleure capacité à générer des impacts), Kölbel et al. (2020) ouvre la voie à ce que la finance à impact accompagne les entreprises à améliorer leurs pratiques. | Via les deuxième et troisième mécanismes de l'impact, Bush (2021) considère que l'impact peut passer par une amélioration des pratiques des entreprises. | Le troisième mécanisme de l'impact mentionné vise à améliorer les pratiques de durabilité de l'entreprise. |
| Classe d'actifs concernés (côté, non-côté...)? | Il paraît pratiquement impossible de générer un impact sur le marché secondaire. | Pas de déclarations ou de restrictions particulières sur les classes d'actifs potentiellement concernées. Le financement aux PME semble être particulièrement efficace. | - | Caldecott et al. (2022) propose des stratégies d'allocation d'actifs autour de cinq classes d'actifs : actions cotées, <i>fixed income</i> (prêts et obligations), actions non cotées, actifs réels, <i>hedge funds</i> . |
| Horizon temporel | Parmi les mécanismes de l'impact identifiés, Brest & Born (2013) considère qu'adapter l'horizon temporel de l'investissement aux besoins de l'entreprise est une source d'impact. | <i>"This is a static approach, which ignores that impact is fundamentally about change. Companies can and do change over time, and investors make an impact by triggering or accelerating such change"</i> | - | - |
| Comment peut-on mesurer l'impact ? | | | | |
| Référentiels et standards (ODD...)? | Pas de référence explicite aux ODD ou à des standards spécifiques qui permettraient de positionner la finance à impact. | Pas de référence explicite aux ODD ou à des standards spécifiques qui permettraient de positionner la finance à impact. | La finance à « impact-aligned » se positionne par rapport à des niveaux de référence ou via l'alignement aux ODD. La catégorie « impact-generating » ne passe pas par ces références mais étudie les impacts en tant que tels. | Pas de référence explicite aux ODD ou à des standards spécifiques qui permettraient de positionner la finance à impact. |
| Qu'est-ce qui est mesuré : L'impact de l'entreprise ou du financeur ? | L'article différencie clairement l'impact de l'entreprise et celui de l'investisseur, mais ne rentre pas dans le détail de la mesure de l'impact. | L'approche de la finance à impact telle que définie par Kölbel et al. (2020) implique de mesurer à la fois l'impact de l'investisseur et l'impact de l'entreprise. | La mesure de l'impact devrait se mesurer à l'aune des variations de paramètres du monde réel, bien que le lien de causalité avec l'investisseur doit être établi pour être qualifié d' <i>impact-generating</i> . | Caldecott et al. (2022) reconnaît que de plus amples recherches doivent être conduites concernant la mesure de l'impact lié aux différents mécanismes de l'impact. |
| Quels outils ou méthodologies de mesure de l'impact ? | Brest & Born (2013) mentionne deux outils méthodologiques pour mesurer l'impact de l'entreprise (IRIS, GIIRS), mais il s'agit d'outils très concentrés sur l'impact des opérations et pas du produit de l'entreprise. | Kölbel et al. (2020) confirme que de plus amples travaux sont nécessaires pour quantifier et mesurer l'impact. | Bush (2021) considère qu'il y a besoin de compléter les travaux sur la mesure de l'impact, notamment pour déterminer comment prendre en compte les niveaux de référence. | - |
| Intégration entre financier et extra-financier ? | La mesure de l'impact, bien que non clairement établie, passe par la valeur sociale des impacts générés, ce qui constitue une approche de valorisation et d'internalisation des externalités. | - | - | - |

| | | | | |
|-----------------------------|---|---|--|---|
| Reporting ou comptabilité ? | - | - | La documentation de l'impact passe seulement par des méthodes de reporting et non pas de comptabilité. | - |
|-----------------------------|---|---|--|---|

Analyse comparée des outils de mesure de l'impact (IMM)

| | IRIS+ | SDG Compass | IMP | IWA | SROI |
|--|---|--|---|--|---|
| FIXER DES OBJECTIFS | | | | | |
| Comment sont définies les priorités ? | Fixées par l'organisation à partir des ODD ou des grandes catégories d'impact | A la discrétion de l'entreprise, sur la base d'un état des lieux, d'une implication des parties prenantes et des sources d'opportunités pour l'entreprise | A partir de la réglementation ou du mandat de l'IF et également par une analyse d'impact et de matérialité, en impliquant les parties prenantes | Flexible, selon la capacité de l'organisation à prendre en compte l'exhaustivité de ses externalités | A partir d'une analyse d'impact et de matérialité et de la prise en compte des parties prenantes selon un processus consultatif |
| MESURER L'IMPACT | | | | | |
| Comment sont choisis les indicateurs d'impact ? | Issus d'un travail de compilation des travaux scientifiques et d'expert, complété par des retours d'expérience (<i>best practices</i>) | A la discrétion de l'entreprise, sur la base des indicateurs disponibles (absolus ou d'efficacité), en limitant le choix à un nombre réduit d'indicateurs reliés le plus directement possible à l'organisation | En fonction des problématiques, peuvent être quantitatifs ou qualitatifs | En théorie, sur la base de méthodologies établies (e.g. facteurs d'émissions d'ACV) | Doivent correspondre aux <i>outcomes</i> (résultats) de l'action |
| Comment est fixé le niveau d'ambition ? | Pas d'indication spécifique. Pour les indicateurs quantitatifs, des cibles peuvent être fixées en fonction des standards de marché ou par comparaison avec les concurrents. | Soit fixé par l'entreprise (le plus courant), en termes d'amélioration (absolue ou tendancielle) ; ou bien en référence à des niveaux extérieurs de performances requises | Dans la mesure du possible, en référence à des valeurs de référence ou des seuils écologiques ou sociétaux. | La démarche IWA consiste à valoriser les externalités existantes d'une organisation et non pas à fixer des niveaux précis à atteindre. | Doit répondre au besoin des parties prenantes. En dernier recours, c'est l'organisation qui définit le niveau d'ambition. |
| Différentiation des impacts entreprises/IF ? | Mesure de l'impact de l'entreprise, avec une analyse <i>qualitative</i> de la « contribution » de l'IF. | Applicable à l'entreprise uniquement | Mesure de l'impact de l'entreprise, avec une analyse <i>qualitative</i> de la « contribution » de l'IF. | Applicable à l'entreprise uniquement | Applicable à l'entreprise uniquement |
| Prise en compte des effets négatifs et positifs ? | Seuls les impacts sélectionnés sont mesurés. | Doit viser à améliorer l'impact positif et réduire l'impact négatif. | Oui | Possible, en théorie | Oui |
| Approche « matérialité » ? | | Matérialité simple | Double matérialité (vision utilitariste) | Double matérialité (vision utilitariste) | Double matérialité (vision utilitariste) |
| RENDRE COMPTE | | | | | |

| | | | | | |
|--|--|--|--|---|---|
| Commensurabilité ? Comparabilité ? | Information organisée autour des ODD, de catégories d'impact généralement acceptées et d'un corpus d'indicateurs accompagné des indications pour les calculer. | Même grille de lecture (les ODD), avec une liste d'indicateurs communément utilisés et proposés par SDG Compass. | Possibilité de suivre la régulation (eg. SFDR) ou les pratiques habituelles des entreprises (GRI...) | Passe par des méthodes de disposition à payer (WTP) qui rendent difficile la comparaison. | Passe par des prévisions d'impact et le choix d'un taux d'actualisation qui rendent difficile la comparaison. |
| Information « activable » (i.e. qui peut être reliée aux activités de l'organisation) ? | Objectifs et indicateurs génériques qui s'adaptent difficilement aux problématiques locales. Propose des sous-indicateurs qui permettent d'expliquer les résultats | Variable, en fonction des indicateurs choisis | Sur la base de la mesure de l'impact, il est recommandé d'utiliser trois mécanismes d'impact (allocation de capitaux, engagement, structuration de produits et services) | La valorisation des externalités se base sur des estimations moyennes et globales qui renseignent peu sur le contexte de l'organisation | Structurée autour de la notion de matérialité pour ne prendre en compte que les éléments pertinents pour la prise de décision |
| Analyse intégrée ? | Non | Non | Non | Oui, en dépit de certaines incompatibilités avec les principes comptables (e.g. notion de passif et traitement du salaire décent) | En partie, en tant que méthode de valorisation des externalités, bien que l'intégration totale dans la comptabilité de l'organisation reste à démontrer |