

# Lost in impact

## Une nouvelle cartographie pour les aventuriers du sens

Jean-Michel Severino

 JEAN-MICHEL SEVERINO, Président, I&P (Investisseurs et partenaires) • Senior Fellow Ferdi, Université d'Auvergne, Clermont-Ferrand, France.  
**Contact : severinojm@hotmail.fr**

### Résumé

**Impact, sens.** Le merveilleux film de Sofia Coppola, « Lost in Translation », de 2003, disserte avec génie sur la rencontre, le mal-être, le langage, l'isolement... Avec une infinie modestie, l'objet de cet article est, à son image, de rendre compte de la rencontre si difficile et il faut l'espérer moins désespérée, entre l'économie générale de notre temps et la communauté de l'investissement d'impact. Sa principale thèse est un plaidoyer pour l'armement, scientifique de cette dernière.

Il semble en effet que l'ensemble de l'économie mondiale se soit rendue à une vaste entreprise de conviction que produire et vendre ne serait plus, comme Adam Smith aimait le rappeler, seulement une affaire de profit et d'intérêt de la part de notre boucher, mais avant tout une question de contribution.

... / ...

.../...

Regardons les publicités qui s'affichent sur les murs des métros, se transmettent sur nos téléviseurs ou viennent nous happer sur notre écran : consommateur, vous n'achetez pas une crème glacée (bio et non sucrée), mais une contribution, à votre choix, à la santé mondiale et à l'environnement. Regardons les forums d'embauche : étudiant, vous ne postulez plus à un emploi de chef de produit dans une multinationale de la grande consommation, mais à une mission (sauver la planète par une meilleure hygiène – achetez ma lessive naturelle 100%, par exemple). Regardons enfin les propositions d'investissement : investisseur, vous ne voulez pas du TRI (taux de rendement interne), mais de l'impact (au hasard, créer des emplois).

La profonde transformation du langage du monde économique paraît d'autant plus excitante qu'aucun arbitrage n'est demandé, aucun sacrifice proposé : consommateur, votre glace sera aussi bonne (et pas plus chère, encore que...) que la précédente. Salarié, votre salaire ne sera pas plus bas (encore que...), et votre protection sociale pas moindre (il y a également une grande chance qu'elle ne soit pas meilleure, cela dit). Investisseur, bien entendu, vous vous verrez dire que vos rendements attendus, au contraire, ne seront pas plus bas que si vous aviez investi dans des activités carbonées, destructrices de biodiversité ou simplement indifférentes au bien commun.

Mais tout ceci est-il crédible ? Peut-on vraiment avoir le beurre, l'argent du beurre, l'estime du crémier et la main de la crémère ? Le profit est-il aussi soluble dans le sens que les grands acteurs de l'économie l'annoncent ?

Le nouveau discours du monde économique répond à une attente profonde de la société occidentale. Celle-ci est soumise depuis le début du siècle à de grands chocs économiques déstabilisateurs, ainsi qu'au gigantesque défi du climat et de la biodiversité. Mais sa pratique reflète la fracture grandissante des consommateurs-électeurs, lisible dans leur panier de marché comme le bulletin de vote.

Une partie importante de l'opinion, dans les pays industrialisés comme dans les pays en développement, reste en effet principalement motivée par des considérations de prix, et de rendement. Une autre fraction du public, si elle n'est pas prête à sacrifier des intérêts financiers de court terme, est néanmoins sensible aux considérations de sens et d'impact, en particulier relatives au sort de la planète, de la même manière qu'elle incorpore des critères de santé dans ses achats et de ses investissements. On pourrait qualifier la première catégorie d'acteurs de « monnaie dominante », et la seconde de « sociétalo-sensible ». Une troisième catégorie d'acteurs, de taille grandissante, pense que notre planète et notre société sont confrontées à des défis uniques dans l'histoire. Elle est devenue sceptique sur la capacité des États ou des organisations publiques à y répondre, ou à y répondre entièrement. Elle entend que le secteur privé contribue à leur résolution. Elle est prête à manifester cette opinion dans ses comportements d'achat comme d'investissement. Appelons ces acteurs, les « consommateurs ou les investisseurs de mission ». Ils veulent, en général, une économie environnementalement soutenable, une réduction des inégalités ou des injustices (aussi vague que ceci puisse paraître), moins de pauvreté, plus de parité entre hommes et femmes, plus de place aux handicapés... La liste des causes est par nature longue.

## Réponse économique et stratégie commerciale

Les entreprises tâchent de répondre de manière segmentée à cet éparpillement de la demande entre ces trois catégories de consommateurs et investisseurs que nous venons d'évoquer.

Une partie significative des entreprises demeure explicitement enracinée dans la bataille concurrentielle par les prix. Elle recherche la satisfaction des investisseurs ayant soif de rendement. Mais pour beaucoup, cette réponse n'est plus satisfaisante, tant le marché évolue. La crise des « sub-primes » a en particulier marqué un tournant important dans la psyché collective de la finance. Pour les entreprises comme pour les investisseurs de rendement, il est devenu essentiel de répondre avec des « produits de sens » à la « demande de sens ». Il en va parfois de leur attractivité vis-à-vis du marché du travail. Peut-être le chômage engendré par la crise de la Covid-19 rendra-t-il le marché du travail moins favorable pour les salariés, mais on peut parier qu'en tous cas, dans le segment des salariés très qualifiés, la demande de sens demeurera un critère de détermination pour le choix de l'entreprise où travailler.

Les entreprises adaptent donc leur stratégie comme leur communication à cette nouvelle demande sociale. Certaines franchissent des caps supplémentaires : elles définissent des « raisons d'être » qui cherchent à convaincre en premier lieu salariés, clients et investisseurs, du sens de leur activité. Dans un nombre croissant de pays, comme ce fut le cas en France en 2019 avec la loi PACTE<sup>1</sup>, la réglementation leur permet, et encourage, l'élaboration de ces visions. Cette loi a modifié l'article historique 1833 du Code civil français en établissant que, si une entreprise devait être gérée dans son intérêt social, elle devait prendre en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité, une disposition marquant un changement essentiel dans la philosophie de l'entreprise.

Parfois, un pas additionnel est fait, comme pour les « entreprises à mission », (également légalement fondées en France par la même loi PACTE). La spécification de leur mission, dans leurs statuts, leur permet, cette fois, de procéder à des arbitrages financiers entre rendement (au moins à court terme) et nature des activités, en échappant au devoir fiduciaire historique de la maximisation du profit, sans considération d'autres dimensions.

Sur un autre plan, des législations très contraignantes sont apparues, au niveau international ou national, pour rendre les entreprises responsables du comportement de leurs fournisseurs (en France, par exemple, la loi sur le devoir de vigilance<sup>2</sup>), ou leur interdire la corruption (traité OCDE<sup>3</sup>, qui a percolé en France dans les lois dites Sapin 1 et 2<sup>4</sup>). Ceci a engagé les entreprises à mettre en place des dispositifs de conformité puissants, et a introduit le débat éthique au cœur de leur activité.

Le monde de la finance a accompagné ce mouvement. Les volumes consacrés à l'investissement socialement responsable (ISR), qui s'intéresse aux sociétés cotées, n'ont cessé de croître. En France, par exemple, les fonds consacrés à la finance durable ont vu leur encours doubler durant l'année 2019, passant à 278 milliards d'euros. En leur sein, les fonds labellisés « green fin », c'est-à-dire consacrés à des impacts positifs sur le carbone et la nature, ont vu leurs encours multipliés par quatre en un an,

<sup>1</sup> Loi française du 22 mai 2019 relative à la croissance et à la transformation des entreprises

<sup>2</sup> Loi française 2017-399 du 17 mars 2017 relative au devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre.

<sup>3</sup> Convention sur la lutte contre la corruption d'agents publics étrangers dans les transactions commerciales internationales, 1997.

<sup>4</sup> Lois françaises 93-122 du 29 janvier 1993 relative à la prévention de la corruption et à la transparence de la vie économique et des procédures publiques (Sapin 1), et 2016-1691 du 8 novembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique (Sapin 2).

atteignant 6 milliards d'euros<sup>5</sup> à la fin de cette année. L'industrie de l'investissement d'impact, selon le Global Impact Investing Network (GIIN), connaît une croissance de l'ordre de 50% par an depuis 2011. Son rapport 2020 recense à l'échelle globale 404 milliards d'actifs sous gestion<sup>6</sup>.

Mais, parle-t-on de communication ou de réalité ? Les avocats les plus ardents de l'insertion de la « raison d'être » dans la loi PACTE française, ont argumenté qu'en réalité, les entreprises ne pourraient être responsables de rien, que la référence à toute sorte de mission, molle ou dure, ne les rendrait comptable juridiquement de rien vis-à-vis de quelque partie prenante. Les thèses d'impact des fonds d'investissement ne sont pas non plus vraiment labellisées, et le contrôle de la réalité des investissements est de facto inexistant. La justice poursuit-elle ou a-t-elle les moyens de poursuivre les délinquants de ce nouvel ordre moral et sociétal ? S'il s'agit de communication ou, au mieux, d'affirmation ? Qu'est ce qui change ou peut changer dans le réel ? La continuité ne paraît-elle pas, là aussi, tout aussi soluble dans la bonne intention que l'inaction réelle dans le cynisme ?

Comme nous venons de le voir, du côté pile, la fraction grandissante de la demande sociale de sens permet à des acteurs à mission et d'impact réel d'émerger. Du côté face, les acteurs traditionnels continuent à se concurrencer sur les prix et les taux. Mais un espace gris important est apparu, particulièrement pour satisfaire clients et salariés « sociétalo-sensibles ». Ces derniers, comme nous l'avons déjà précisé, ne sont pas forcément disposés à arbitrer leurs attentes de prix, de salaires et de rendements contre du sens ou des meilleures pratiques. Le risque est donc élevé que se développe le « green and social washing », le grand lessivage du sens dans l'argent.

De fait, ce lessivage prolifère.

Les discours entrepreneuriaux masquent souvent une grande continuité dans les pratiques, ou des changements cosmétiques. Du côté des investisseurs institutionnels, la nature des attentes de rendement laisse souvent peu de place aux entreprises dans leurs choix stratégiques. La tension est renforcée par le fait que les mêmes consommateurs-épargnants qui expriment le souhait d'inclure plus de dimension extra-financière dans leur vie économique exigent que leur retraite par capitalisation future leur rapporte tout autant. Les fonds de pension, acteurs majeurs du capitalisme contemporain, sont placés devant des tensions d'autant plus grandes qu'au fond, ce sont les attentes de l'épargnant américain, avant tout, qu'ils doivent gérer. En période de rendements obligataires d'État faibles, voire négatifs, les rendements du « private equity » demeurent, avec l'immobilier, un des rares rehausseurs des retours des placements en vue de la retraite : la pression est donc élevée sur les taux de rentabilité internes (et souvent déçue). *A contrario*, ces grands fonds de pension sont sensibles au fait que le rendement de leurs actifs à long terme, qui conditionne leur capacité à servir les pensions de leurs souscripteurs dans vingt, trente ou quarante ans, dépend fortement de facteurs macroscopiques comme la démographie ou le climat. Larry Finck, le PDG de Blackrock, la plus grande société de gestion d'actifs mondiale, qui gouverne de l'ordre de 7000 milliards de dollars d'investissements, s'est rendu célèbre par ses admonestations aux dirigeants d'entreprise à propos de la responsabilité sociale et environnementale. Sa lettre de 2021 met un accent remarquable sur l'incorporation de la lutte contre le changement climatique dans la stratégie des entreprises.

### **Les investisseurs d'impact, bénéficiaires ou dindons d'une farce de l'impact ?**

La demande croissante de sens dans la vie économique, que nous venons d'évoquer, pourrait remplir d'enthousiasme ceux qui se nomment investisseurs d'impact.

<sup>5</sup> Novethic, indicateur annuel des fonds relevant de la finance durable, février 2020.

<sup>6</sup><https://thegiin.org/assets/GIIN%20Annual%20Impact%20Investor%20Survey%202020%20Executive%20Summary.pdf>

Après tout, Les investisseurs d'impact ne sont-ils pas ceux qui, depuis le début du siècle, ont « inventé » et popularisé le concept de sens dans la finance ? Le ralliement croissant, même rempli de contradictions voire de fraudes, du « mainstream » de l'économie à l'impact et la recherche du sens n'oriente-t-il pas le secteur productif vers le meilleur ? Le financement de l'industrie financière de l'impact ne devrait-il pas être favorisé par cette recherche accrue de sens ?

En vérité, la situation est bien plus ambiguë. Pour les investisseurs d'impact qui revendiquaient des niveaux de rentabilité similaires à ceux du marché, la nature même de leur démarche peut être noyée dans ce mouvement général et les rendre indistinguables. Pour ceux qui proposaient un arbitrage entre rendement et sens, peuvent-ils encore le faire, si n'importe quelle entreprise (légale) peut revendiquer une raison d'être, une mission, sans diminuer les retours financiers ?

En fait, d'une manière globale, la profession de l'investissement d'impact est paradoxalement en risque de dissolution, voire de disparition effective dans cette revendication générale du sens de l'économie. « Lost in impact ». Mais cette profession l'est aussi par l'amateurisme de ses propres méthodes de mesure de sa contribution, son discours approximatif sur ses résultats, et les difficultés à montrer ce qu'elle change dans le monde, alors que le monde entier prétend désormais se changer.

Campée dans un discours de valeurs peu structuré, par ailleurs faiblement relié à des concepts solides, l'industrie de l'impact est encore à la recherche de sa capacité à exister en science et en démonstration. Doublement perdue, « twice lost in impact », par la perte de sa spécificité de proposition de sens d'une part et sa faible capacité à prouver son impact d'autre part, donc, la profession de l'investissement d'impact est confrontée à une crise existentielle d'autant plus pernicieuse qu'elle est mal analysée, comprise, traitée.

La construction de concepts solides est particulièrement pertinente pour les acteurs de l'impact dans le monde du développement. Elle l'est aussi pour les financeurs, en particulier publics, de ces acteurs. En effet, même si l'investissement d'impact s'est quantitativement déployé en premier lieu dans les pays de l'OCDE, il s'est très vite intéressé aux pays en développement. Il y a rapidement cru. Le GIIN, dans son rapport 2020 précité, souligne ainsi que le continent africain est désormais le premier bénéficiaire des investissements qu'il recense, à hauteur de 21% du total.

L'aide au développement, depuis une bonne vingtaine d'années, cherche à mobiliser davantage le secteur privé au bénéfice de la croissance des pays pauvres et de la résolution de leur défis sociétaux. Du coup, elle s'intéresse de près, quoique de manière encore prudente et contournée, à l'investissement d'impact. Pour l'industrie d'impact, cette réorientation partielle de l'aide au développement vers sa catégorie est un enjeu essentiel.

Mais comment, pour quoi précisément, et sur la base de quels modèles économiques, prouver la contribution réelle de l'investissement d'impact au bien commun, dans le domaine du développement des pays pauvres ? Si n'importe quelle entreprise internationale investissant dans un de ces pays est porteuse d'un impact par nature, par le seul fait qu'elle crée de l'emploi et de l'activité, et si elle revendique cet impact comme donnant du sens à son activité, alors pourquoi aller soutenir des acteurs soi-disant sociaux, apportant des rendements inférieurs au marché (dans la mesure où l'on saurait déterminer ce qu'est un rendement de marché) ? Et s'agissant des marchés intérieurs, toute entreprise, disons africaine, en vaut-elle une autre ? Toutes méritent-elles, au nom du développement, un soutien ? Et si oui, de quelle ampleur ? En vérité, les acteurs de l'impact qui se consacrent au développement des pays pauvres doivent eux aussi prouver une contribution supérieure, pour mériter un appui public, ou celui de la générosité particulière.

Nous y voilà : une contribution supérieure. Mais quelle contribution, de quelle nature, et devant être mesurée comment ? C'est ce à quoi nous allons maintenant nous attacher. Prenons cette recherche comme une tentative de dresser une carte dans la jungle de l'impact.

L'objet des lignes qui suivent sera de nous guider dans un premier temps sur la colline du vrai sens, ce qui nous conduira à bien clarifier la relation à l'impact des différents acteurs économiques. Puis cette carte nous permettra de nous conduire à la vallée des résultats, et de comprendre leurs natures différentes, de manière à pouvoir rendre compte de là où nous sommes. Nous explorerons alors le massif des rendements. Nous chercherons à comprendre la relation complexe entre rendement financier et impact.

Tout au long de cette traversée, nous repèrerons divers instruments, boussoles, sextants, longues-vues, qui semblent trop souvent ignorées des navigateurs de l'impact : ils partent à l'aventure dans des territoires qui peuvent se révéler hostiles sans outils pour marcher de manière sûre dans la bonne direction. Comment ne pas voir qu'il est inévitable qu'ils se perdent dans l'impact ? « Lost in impact », cette fois méthodologique, donc.

### **De la colline du vrai sens au sentier de l'impact**

L'une des erreurs les plus fondamentales de l'industrie de l'investissement d'impact est peut-être son appellation. Cette dernière suggère qu'elle dispose du monopole de l'impact. De ce problème de dénomination naît un problème massif de communication qui opère de plus en plus à son détriment dans le contexte que nous venons de décrire.

Appelons impact les effets produits par une organisation sur ses parties prenantes. Ces dernières comprennent les salariés, les clients, les fournisseurs, les investisseurs, la ou les communautés au sein desquelles ces organisations opèrent (notamment l'État).

Il existe un passionnant débat pour savoir si la nature est une partie prenante, ou si, au contraire, les impacts environnementaux d'une entreprise doivent être pris en compte à partir des conséquences directes et indirectes de l'activité économique sur les parties prenantes « humaines ». Ce débat est d'autant plus important que l'étude du GIIN (2020) révèle que près de deux-tiers des investisseurs d'impact ont un objectif d'impact environnemental. La nature comprend-elle du reste les animaux, dont le bien-être est de plus en plus inclus dans les critères d'impact de l'activité économique, ou les animaux sont-ils en tant que tels des parties prenantes ? Et, au passage, qui représente la nature et les animaux ? Simplifions ici le débat en admettant, pour la commodité, que la nature est bien une partie prenante en tant que tel, et que le monde animal en fait partie, sans chercher à finaliser ni traiter cet important débat.

La réalité est que toute activité, et notamment toute entreprise, et donc tout fonds d'investissement, légal, non seulement génère un impact, mais sans doute un impact positif. Si l'impact était durablement négatif, cette activité, en particulier dans les pays démocratiques, serait ou est interdite, ou elle aurait fait faillite. Le seul fait de bouger, le seul fait de produire et de vendre, génère des effets sur les parties prenantes : des salariés sont rémunérés, des clients achètent librement des produits qui permettent leur survie (alimentation, logement, santé), leur apportent des plaisirs (culture), ou améliorent leur productivité et construisent leurs capacités (équipement informatique, transports, éducation...), des fournisseurs travaillent, des investisseurs touchent des intérêts, des dividendes, des plus-values, l'État perçoit des impôts, et la nature... est dégradée par cette activité économique, ou restaurée, selon la nature, justement, de cette dernière.

Toute entreprise opérant sur un marché légal est en position de revendiquer légitimement ces impacts, comme de chercher à les maximiser, dans un esprit de responsabilité environnementale et sociale. Toute entreprise est, en fait, légitime à se présenter comme une activité à impact. C'est encore plus le cas si elle opère, à des fins lucratives, dans des domaines fortement marqués par leur caractère public, comme les infrastructures, la santé, l'éducation, l'environnement, ou des régions du monde dans lesquelles le besoin de création d'emploi ou de revenus est particulièrement important, comme les pays les plus pauvres et les plus fragiles.

Revendiquer le monopole de la production d'impact est donc, pour les investisseurs ou les entreprises qui se proclament de cette identité, clairement abusif. De cet abus résulte l'impossibilité pour eux de se défendre avec bonne foi contre les acteurs du monde lucratif qui affichent (supposons le avec sincérité et bonne foi) leurs impacts. Pour reprendre notre vocabulaire préféré, la profession de l'impact se dissout dans ce dernier avec d'autant plus de facilité qu'il ne la distingue en pratique en rien du monde économique réel.

La revendication d'un « impact supérieur » serait déjà plus légitime. Pour explorer ce recoin de la carte de l'impact, rappelons cette évidence qu'une entreprise (et donc un fonds d'investissement, si l'on prend la perspective de l'investisseur) produit toujours à la fois des impacts positifs et des impacts négatifs. Une analyse rigoureuse de l'impact d'une activité économique devrait donc distinguer ces impacts bruts, et l'impact net, somme des effets positifs et négatifs sur les parties prenantes.

Bien entendu, tous les acteurs économiques et sociaux sont réticents à analyser, et encore plus mesurer et afficher, leurs impacts négatifs. Les investisseurs dits d'impacts ne le sont pas moins que les autres. Il y a derrière leur réticence une barrière mentale : comment imaginer qu'une activité supposée « faire le bien » ait des dimensions négatives ? Mais il y a aussi de profondes angoisses existentielles : afficher des aspects négatifs à la mission ne va-t-il pas détourner les financeurs ?

Pourtant, l'identification des dimensions positives et négatives dans la mission de l'investisseur d'impact, quelle que soit celle qu'il se doit donner (social, environnement, éthique etc.), est fondamentale à plusieurs titres. D'abord, elle permet de fonder une politique de responsabilité sociale et environnementale au sein de la mission, distincte en nature de cette dernière. Ceci permet d'améliorer la contribution sociétale de l'activité, en réduisant ses aspects négatifs (émissions de carbone, pollution, par exemple). Ensuite, et plus fondamentalement, elle permet de clarifier et de revendiquer de manière plus crédible le véritable impact net, et sa nature supérieure, en le différenciant des entreprises « classiques » en se situant de manière distincte dans une carte, ou matrice des impacts nets.

En effet, dans le continent de l'impact, quatre pays cohabitent.

Il y a celui des activités économiques légales qui produisent un impact positif faible et ont un impact négatif élevé. Ces activités peuvent être interdites, mais elles existent dans le champ économique. Elles sont par exemple souvent l'objet de contestations sociales. C'est le cas de certaines activités extractives dans les pays en développement. Ce pourrait être le cas d'activités génératrices d'émissions carbonées élevées. Bien entendu les investisseurs d'impact doivent s'éloigner du soutien aux entreprises qui font partie de ce groupe, et ils n'auront pas de mal en général à justifier qu'ils n'appartiennent pas à cette catégorie.

Il y a en second lieu le pays des activités économiques à faible impact positif et à faible impact négatif. En réalité, une grande partie du monde économique tombe dans cette catégorie. Ne serait-ce que pour des raisons quantitatives, on va retrouver là des entités de petite taille ou des acteurs de certains services. Pour des investisseurs d'impact qui s'intéressent à cet univers, la justification devra être

trouvée de plusieurs manières alternatives ou complémentaires : dans la localisation de ces activités (les pays pauvres par exemple) ; dans l'agrégation des impacts à l'échelle de tout un portefeuille, rapporté aux investissements effectués, et non entreprise par entreprise ; ou encore dans la valeur ajoutée sociétale immatérielle liée aux activités de petite taille (appropriation, capital social...). Mais de très grandes entreprises peuvent aussi tomber dans cette catégorie.

La troisième catégorie représente celle des dilemmes : les activités à impacts positifs et négatifs élevés. On pourrait imaginer que l'industrie nucléaire, par exemple, appartienne à cette catégorie. Les bénéfices en tant que production d'énergie non carbonée bon marché sont élevés. Les coûts sociétaux liés aux risques et aux déchets sont tout aussi élevés. Pour les investisseurs d'impact, ces activités sont complexes, car les risques réputationnels sont élevés, mais le jeu peut valoir la chandelle. La bonne identification des impacts négatifs permet bien entendu l'anticipation et la minimisation des risques opérationnels et réputationnels.

Enfin, pour l'investisseur d'impact, le paradis est trouvé dans les activités à impact positif élevé et impact négatif faible. On peut en trouver de nombreuses dans les domaines sociaux, comme la santé ou l'éducation, ou encore plus généralement dans l'univers des services essentiels, particulièrement au bénéfice des clients pauvres ou modestes. Le secteur des énergies renouvelables se classe aisément dans cet univers. Mais trouve-t-on sur le marché tant d'entreprises répondant à cette caractéristique, particulièrement de taille importante ? Et surtout, ces entreprises, quand on les identifie, sont-elles les plus rentables financièrement, ou tout simplement sont-elles rentables ?

Les investisseurs d'impact actuels auraient, au vu de cette bucolique promenade au pays du concept de l'impact, un double intérêt.

*D'abord changer d'appellation.* La leur est irrémédiablement incontrôlée. Si la profession de l'impact choisissait de se dénommer, par exemple, « investisseur de mission », la nature de son activité se démarquerait mieux de celle du champ du lucratif classique. Bien des ambiguïtés seraient levées, bien des tentatives « d'impact washing », de lessivage du profit dans le sens, seraient annihilées.

*Ensuite, revendiquer, et s'appliquer à elle-même, une identification des impacts positifs ET négatifs.* Il est trop facile pour n'importe quelle entreprise de revendiquer les premiers en passant les seconds sous silence. Il est trop facile pour n'importe quel investisseur de revendiquer de l'impact, en clamant, par exemple, qu'il crée des emplois. Heureusement qu'une activité en croissance crée des emplois ! (Nous verrons cependant plus loin que le sujet est plus complexe qu'il n'y paraît). Mais quel emploi ? À quel coût ? Dans quelles conditions ? Pour quels services ? En détruisant quel écosystème ? Ce faisant, le marché, et la profession, dresserait une cartographie plus crédible de la nature véritable des activités soutenues. Elle se forcerait aussi à davantage de rigueur et à présenter ce qu'est sa véritable contribution « supérieure » à la société, et donc, en quoi, le cas échéant, cette contribution peut justifier, mériter, des arbitrages par rapport aux rendements financiers. Nous reviendrons sur ce point plus loin.

Mais justement, pour aller plus loin, encore faut-il que l'on sache mesurer ces fameux impacts, et que l'on précise leur nature même. C'est l'objet de notre pérégrination suivante.

### **Du vallon des résultats aux fourrés des mesures**

Le caractère le plus interpellant de la recherche actuelle pour mesurer l'impact des investisseurs de mission est qu'il a déjà été largement conduit... dans les années 1970 et 1980 !

De fait, depuis les années 1960, des générations d'économistes débattent, réfléchissent et conçoivent des méthodes de mesure des impacts... des investissements publics. Les ministères du plan d'un côté

et les grandes banques et agences de développement de l'autre, notamment la Banque mondiale, ou l'agence française de développement (AFD), ont été les sièges particulièrement actifs de la conception, et de la mise en œuvre de ces méthodes, appuyés par des générations d'économistes universitaires<sup>7</sup>. En effet, dès leur création, les banques publiques de développement ont été sommées de justifier les bénéfices extra-financiers de leurs investissements en infrastructures, tant dans leurs dimensions monétaires (leur contribution positive à la balance des paiements des pays bénéficiaires, qui était même le critère fondamental de justification macroéconomique des projets), que dans leurs dimensions humaines (impacts sur la santé, l'éducation).

Depuis lors, ces évaluations ont connu des hauts et des bas. Sans rentrer dans la description d'une histoire intellectuelle mouvementée, la seconde moitié du vingtième siècle a vu l'éclosion d'une génération de concepts et d'outils de mesure des impacts des projets d'investissement publics, visant à les appréhender de manière de plus en plus précise, rigoureuse et large, sur le plan micro comme macroéconomique. Cette phase a connu un certain épuisement (Guillaumont, 1985). Il est sans doute dû à un raffinement excessif de la recherche, qui a pu rendre les méthodologies difficiles à gérer dans la vie des opérations. Il est dû sans doute encore plus à des changements de poids dans les préoccupations des investisseurs publics. Ces derniers se sont détournés de plus en plus des approches projets pour cheminer vers des approches macroéconomiques globalisantes. Les méthodes d'analyse d'impact historiquement développées dans les années 1970 et 1980 se sont révélées moins pertinentes pour ces interventions nouvelles.

Toutefois, on a assisté, à la fin du siècle précédent, à l'apparition de nouvelles méthodes d'évaluation des politiques publiques, à un moment où les bailleurs publics et les scientifiques s'interrogeaient sur l'efficacité de l'aide publique au développement (Pamies-Sumner, 2014). Leurs préoccupations de départ étaient très différentes de la génération précédente, très centrées sur les infrastructures et les projets : elles se sont d'abord soucies, par exemple, de mesurer le réel impact de la microfinance, ou celui de programmes de vaccination. Ces méthodologies, fondées sur la collecte rigoureuse d'indicateurs de résultat sur des bases comparatives, ont été qualifiées de « scientifiques ». L'évaluation dite randomisée, qui repose sur la comparaison entre groupes bénéficiaires et non bénéficiaires d'une politique, occupe la première place dans ce champ (Duflo, 2005). Elle a valu à Esther Duflo et son mari Abhijit Banerjee, leur prix Nobel 2019<sup>8</sup>.

Nés de préoccupations différentes, ces univers conceptuels eux-mêmes très divers, peuvent cependant être utilisés avec puissance pour la mesure des impacts des investissements privés d'impact. Tentons d'en prendre, justement, la mesure.

Tous les impacts d'un investissement, privé ou public, peuvent être en effet classés de deux manières. Une première manière consiste à distinguer si ces impacts sont des *internalités* (effets volontaires reflétés partiellement ou totalement dans la transaction monétaire résultat de l'investissement) ou des *externalités* (effets involontaires et non monétarisés, positifs ou négatifs).

La seconde manière consiste à distinguer s'ils sont *directs* (du fait même de l'investissement) ou *indirects* (médiatisés par un intermédiaire).

La pratique des investisseurs d'impact se révèle considérablement restreinte par rapport à ce champ des possibles. Elle est en général concentrée sur les internalités directes. Il en découle une appréciation non seulement très partielle mais souvent fondamentalement erronée des impacts réels

<sup>7</sup> voir en particulier une excellente présentation complète de ces méthodes et débats dans « Économie du Développement », Patrick Guillaumont, Thémis, PUF, tome 2, pp 135 sqq (1985).

<sup>8</sup> <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/>

des activités financées par les investisseurs d'impact. Pour le concevoir, entamons une randonnée dans ce paysage parfois rugueux, accidenté, et particulièrement dense en végétation...

Commençons par ce qui est ou devrait être le point le plus simple et le paysage le plus fréquenté, de ce fait, de notre continent des résultats : **les internalités directes**. Comme nous l'avons déjà évoqué, elles sont les mieux renseignées dans les rapports d'évaluation des investisseurs d'impact. Ils aiment rapporter les emplois créés (nombre et salaires, donc masse salariale...), les chiffres d'affaires générés, ce qui donne une indication des bénéfices apportés aux clients. Ces indicateurs sont parfois complétés d'indicateurs physiques de vente des services ou de biens, les commandes aux fournisseurs, qui donnent des idées des impacts sur les filières amont des entreprises financées etc. Ces données sont toujours intéressantes, surtout quand elles sont en ligne avec la thèse d'investissement, et permettent donc de concrétiser la mise en œuvre de l'intentionnalité dans la mission.

Néanmoins, l'examen des rapports d'activité ou d'impact des fonds d'investissement montre le caractère souvent lacunaire et peu systématique des informations présentées. Ces rapports démontrent en pratique très peu la spécificité de l'investissement d'impact comparé à n'importe quel investissement privé de qualité, qui générerait, lui aussi, des bénéfices, heureusement, pour ses clients, contribuerait à l'essor de ses fournisseurs, et créerait de la valeur pour ses salariés et ses actionnaires. Très rares sont également les fonds qui savent différencier et mesurer non seulement la valeur monétaire des contributions apportées par les investissements, mais les résultats finaux directs eux-mêmes.

Pour éclairer ce dernier point, prenons l'exemple, simple et caricatural, d'une société financée par un investisseur d'impact en Afrique, dont l'activité consiste à produire sur place et à vendre des instruments agricoles adaptés dans un pays pauvre et peu mécanisé. Dans le rapport d'activité du fonds, vous aurez toute chance de voir apparaître au chapitre de l'impact de cet investissement la valeur des équipements produits, et, par exemple, le nombre de charrues mécanisées, ainsi que le nombre de paysans bénéficiaires. Mais le véritable impact interne direct de l'investissement est soit le temps épargné par les agriculteurs pour exploiter leurs terres (qui peut être valorisé selon plusieurs méthodes disponibles sur le marché des théories microéconomiques), soit le gain de production permis par l'investissement. L'internalité directe qui justifie l'investissement n'est en pratique mesurable que chez les clients de la société financée. Gageons qu'elle n'est en réalité presque jamais rapportée.

Notons qu'une bonne appréciation du caractère effectif du résultat ne parviendrait pas à soi seule à distinguer une approche d'impact d'une approche d'investissement privé classique. Quoi que... À paiement identique pour le client, il peut y avoir une profonde disparité entre les impacts internes directs finaux. C'est l'importance particulièrement grande de ces derniers qui peut justifier une approche d'intérêt général. C'est dans ce sens que la pratique de politique publique identifie des biens essentiels : nutrition, eau, assainissement, logement... Pour ces biens ou ces services, l'internalité directe générée est si importante, et la privation ou le rationnement a des conséquences si importantes, et que le subventionnement peut être considéré comme légitime, par exemple.

Encore faut-il pouvoir mesurer cette contribution et fixer le seuil entre ce qui est « essentiel » et ce qui ne l'est pas, dans un monde humain et économique où nous avons à faire à un continuum glissant de contribution et où il n'est pas possible de classer en blanc ou noir les biens et services. Faute de débat sur ce qui peut être considéré comme « essentiel », ou suffisamment important pour constituer un véritable objet de mission, et d'instrumentation rigoureuse pour la mesurer, la communauté des investisseurs d'impact se prive des méthodes qui lui permettraient de se distinguer des « faux » investisseurs d'impact.

Abordons maintenant, par la face Sud, la plus facile, le pays des **internalités indirectes**. Que d'erreurs ont été commises en raison de leur oubli, si fréquent qu'il s'agit d'un véritable pont aux ânes de l'impact !

Commençons par un exemple classique. Un investisseur d'impact finance une entreprise formelle de collecte de déchets. Celle-ci mécanise ses procédés, et ce faisant, augmente la compétence des salariés. Elle devient plus productive et gère plus efficacement toute sa chaîne sanitaire. L'impact de santé publique est parfaitement démontrable, et la création d'emplois dans l'entreprise démontrée. Oui, mais... par ailleurs, la société a fortement diminué le nombre de personnels peu ou pas qualifiés. Le bilan emploi n'est positif qu'en net. En pratique, un nombre significatif de personnes, du fait de leur licenciement, est retombé dans la pauvreté. Pour revendiquer un meilleur bilan social, il faudrait faire la démonstration à l'échelle microéconomique de ce qui est par ailleurs souvent une vérité macroéconomique : que l'amélioration de la productivité du travail génère une croissance qui permet au total, via la destruction/recréation d'emplois, d'améliorer en bout de course revenus et emploi.

La question de l'emploi peut par ailleurs se poser de manière non pas « nette » mais « brute ». Considérons un investissement de productivité dans une entreprise manufacturière. Il pourrait conduire à une réduction du nombre d'emplois directs dans l'entreprise financée : l'investisseur d'impact pourrait s'arrêter à cette réalité négative. Mais l'amélioration de la compétitivité de l'entreprise peut conduire à sauver les emplois existants qui auraient été détruits eux-aussi si les investissements n'avaient pas été faits, d'une part. D'autre part, une analyse au niveau de l'ensemble de la filière pourrait démontrer un nombre significatif d'emplois indirects créés grâce à la mise en compétitivité de l'entreprise, sa croissance, et son appel à un nombre plus important de contributions de ses sous-traitants.

Approcher le sujet des internalités indirectes doit aussi conduire à une véritable appréciation macroéconomique du projet financé.

Une société qui se développe fait en effet appel à des fournisseurs, qui font appel à des fournisseurs, qui font appel à des fournisseurs etc. La chaîne d'impact nationale est d'autant plus longue que l'investissement financé fait appel à des fournisseurs locaux, et que la chaîne de fournisseurs est longue, intérieure et multisectorielle. Ultimement, l'addition des valeurs ajoutées intérieures générées dans cette chaîne détermine le PIB créé par l'investissement. Ceci explique, par exemple, que les impacts nationaux d'un investissement sont structurellement plus importants dans un pays disposant d'un tissu entrepreneurial dense.

Dans le monde macroéconomique et des investissements publics, ces effets sont captés grâce à un instrument de comptabilité nationale appelé la « matrice de Leontief », du nom de l'économiste américain d'origine russe qui obtint le prix Nobel en 1973. La matrice de Leontief (1941) est en effet un outil qui permet de dresser la cartographie quantitative des interrelations sectorielles dans une économie donnée, à un moment donné. Deux investissements d'un montant identique dans deux projets privés différents à un moment donné, mais dont les impacts directs seraient identiques, peuvent se colorer très différemment. L'un, par exemple se fait dans une entreprise qui importerait tous ses produits intermédiaires, et l'autre dans une entreprise s'adressant entièrement à des fournisseurs locaux, qui eux-mêmes se fourniraient localement dans une très longue chaîne de services et de biens fournis nationalement.

Ultimement, ce n'est donc pas l'impact direct qui détermine la performance sociétale de l'investissement, mais l'addition de son impact direct et de son impact indirect, qui prend en compte l'ampleur de son spectre, la totalité de ses échos. Le même raisonnement peut et doit s'appliquer aux autres parties prenantes. Ainsi, si les clients bénéficiant des biens et services fournissent eux-mêmes

des clients nationaux, et si la chaîne domestique de clientèle est longue, alors le bénéfice pour la construction du marché intérieur sera important. Si les salariés consomment l'essentiel de leur paie en produits importés, le bénéfice national ne sera pas le même que s'ils consomment essentiellement des produits locaux...

Les choses ne sont cependant pas univoques. D'abord, la faiblesse des tissus économiques locaux conduit parfois à assumer des chaînes de production très courtes. Ensuite, la fourniture de services ou de biens à l'export permet parfois de générer des revenus significatifs et stables, et de faire rentrer des devises bienvenues, nous reviendrons sur ce point. Enfin, la construction de chaînes transnationales est parfois à la fois nécessaire pour des raisons de productivité et bénéfique en termes de construction d'interdépendances. Elle est souvent politiquement désirée par exemple en termes de marchés régionaux. La construction des interdépendances larges, intercontinentales, peut enfin correspondre à de salutaires logiques macroéconomiques d'équilibrage mondial des balances des paiements.

L'important, en fait, est de savoir ce que l'on fait et pourquoi on le fait. Pourtant, l'analyse des impacts indirects est le désert des Tartares des investisseurs d'impact. L'analyse des composantes macroéconomiques des investissements est également dans l'immense majorité des cas une *terra incognita*. Les instruments et les concepts pour aborder ces sujets, pourtant disponibles depuis longtemps dans la littérature économique consacrée à l'analyse des impacts des investissements est massivement ignorée. Il est vrai que les instruments disponibles peuvent être complexes, que les données statistiques pour les alimenter peuvent manquer, et que les problèmes méthodologiques sont nombreux (Bédécarrats et al., 2017). Par exemple, les coefficients intersectoriels supposés fixes dans les matrices de Leontief sont un grand sujet de débat...

Mais les investisseurs d'impact devraient se faire une spécialité de ce débat. Ils devraient pouvoir argumenter que leurs investissements ont des impacts totaux, incluant les impacts indirects, bien supérieurs aux investissements privés classiques, qui, centrés sur le profit financier immédiat généré, ne se préoccupent pas de ces derniers, les mesurent encore moins, et ne les maximisent que par hasard et par chance.

Ceci devrait entraîner une transformation des indicateurs monétaires quantitatifs, des taux de rendement internes, financiers, (TRIs) vers des TRSs, des taux de rendement sociétaux. Sans même aborder la question des externalités, la mesure de la performance économique et sociale (et non pas seulement financière) des investissements des fonds d'impact pourrait reposer sur l'ampleur de la valeur ajoutée directe et indirecte générée. Ceci permettrait d'inclure les impacts indirects négatifs d'une part et d'incorporer tous les effets liés aux chaînes de valeur des parties prenantes d'autre part.

La littérature économique des années 1960-1970 a identifié des méthodes permettant de calculer des taux de rendement sociétaux permettant de dépasser les TRI. Récemment, on a vu de tels indicateurs resurgir, en étant appliqués aux fonds d'investissement. C'est par exemple le cas des indicateurs de SROI, ou « social return on investment ». Il s'agit de mesurer les impacts non financiers d'un investissement privé et de les incorporer, qu'ils soient positifs ou négatifs, aux résultats financiers, pour obtenir un taux de retour total sur investissement. Dans la réalité, les investisseurs choisissent des impacts particuliers (par exemple les émissions de carbone), leur donnent une valeur qu'ils soustraient aux résultats financiers. On peut aussi approcher ces indicateurs en termes de multiple et pas de rendement actualisé. Ces indicateurs peuvent être utilisés *ex post* ou *ex ante*. Le fonds RISE a ainsi développé un indicateur dit « impact multiple on investment », ou IMM, qui est une adaptation des anciens taux de retour économique (TRE) calculés *ex ante*, datant des années 1970 et 1980 à des

investissements privés.<sup>9</sup> L'ambition est ici de pouvoir comparer des investissements entre eux au stade de la décision initiale. Des entreprises ont également pris ce chemin. Un exemple peut être fourni par Danone, qui publie depuis 2018 un bénéfice corrigé des impacts environnementaux : en pratique, le bénéfice net de la société est corrigé de la valeur des émissions carbone générées par celle-ci.

Les fonds d'impact souffrent en fait du piège du TRI financier.

Lancer un coup de pied dans la fourmilière et revendiquer un TRS supérieur au TRI est un pas important pour afficher l'ambition d'intérêt général qui les anime, se distinguer des investisseurs classiques, et justifier les éventuels écarts par rapport aux rendements financiers de marché.

Il est réconfortant de penser que la scène intellectuelle commence à se peupler sur ce sujet. Ainsi, à titre d'illustration, l'initiative « *Impacts-Weighted Accounts* » de Harvard<sup>10</sup> a lancé une vaste réflexion autour de la mise en place des « bilans intégrés » pour les investisseurs d'impact. Cette démarche vise à combiner les performances extra-financières aux rapports financiers, tels que le bilan comptable ou le compte de résultats. Ce cadre méthodologique va au-delà de la monétisation des performances sociales et environnementales, en estimant les bénéfices et préjudices extra-financiers apportés aux actionnaires, aux employés et aux autres parties prenantes d'une entreprise. L'objectif est d'apporter des outils de gestion et de gouvernance plus précis aux investisseurs à impacts.

Car il y a en effet plus que les internalités directes et indirectes. Il est temps de rentrer dans le fourré touffu des externalités, en commençant par le plus simple, les **externalités directes**.

Rappelons que les externalités sont ces effets de l'activité humaine qui procurent à un autre (dans notre cas, une autre entreprise), sans contrepartie monétaire ou en nature, un avantage ou une nuisance. Elles sont un des champs de la science économique parmi les plus prolifiques. Le concept est une clé de la beaucoup des politiques publiques, et fonde une des manières de définir le bien public. Elles font partie de l'univers particulièrement riche des défaillances de marché.

La compréhension du concept et sa bonne manipulation est essentielle pour l'investisseur d'impact. Dans la mesure où il cherche à contribuer à un objectif d'intérêt général, sa thèse d'investissement va en effet souvent reposer sur l'affirmation de la production d'une externalité positive ou la diminution d'une externalité négative (ou les deux). Pourtant, là encore, il est très rare de voir ces externalités correctement identifiées et mesurées, même quand il s'agit d'un élément central pour le fonds.

Dans le monde industriel, les externalités sont souvent perçues comme essentiellement négatives, et donnant lieu à des régulations publiques. C'est le cas pour la pollution, les déchets ou les émissions carbone. La bonne inclusion de ces externalités négatives est essentielle pour l'investisseur d'impact, même quand il ne s'agit pas d'externalités faisant l'objet de régulation. Toute activité économique conduisant à dégrader les équipements dont elle fait l'usage et qui ne lui appartiennent pas, à user de ressources naturelles ou construites publiques tierces, à produire des déchets, à consommer une énergie polluante etc. il est fondamental d'appréhender de manière rigoureuse ces externalités, même quand leur réduction ne fait pas l'objet de la thèse d'investissement. La considération du coût généré

<sup>9</sup> <https://therisefund.com/measurement>; voir aussi: « Calculating the Value of Impact Investing », Chris Addy, Maya Chorenge, Mariah Collins, et Michael Etzel, Harvard Business Review, janvier-février 2019.

<sup>10</sup> <https://www.hbs.edu/impact-weighted-accounts/Pages/default.aspx>

pour la collectivité par un investissement donné doit être un critère d'évaluation et de choix de l'investissement.

Ainsi, un fonds d'investissement d'impact qui serait consacré à la nutrition, et qui examinerait un investissement dans une chaîne de restauration rapide, doit prendre en compte l'impact de cette chaîne sur la santé des consommateurs, la nature des aliments produits et leurs conditions de production, les changements de régime alimentaire etc. Ces externalités directes produites sur les clients colorent massivement l'appréciation sur le choix de l'investissement.

Mais les externalités générées par l'activité d'une entreprise peuvent être aussi profondément positives. Ainsi, un fonds d'investissement qui promeut l'emploi formel ne fait pas que créer des emplois et générer du revenu : les salariés formalisés dans une économie pauvre ouvrent des comptes bancaires, ont un meilleur accès au crédit immobilier, peuvent formaliser leur situation familiale et avoir accès à des services administratifs... Les externalités directes générées par la formalisation des emplois sont considérables et peuvent être appréhendées de manière très concrète.

Pourtant, là encore, les fonds d'impact semblent se perdre dans la végétation économique. « Lost in impact », ici aussi. Faute d'appréhender concepts et mesures, ils risquent des erreurs importantes d'appréciation mais aussi, *a contrario*, manquent de mise en valeur des bénéfices de leurs contributions, qu'elles constituent le cœur de leur thèse d'investissement ou un aspect secondaire.

Il est vrai que la mesure des externalités est un champ complexe. La plupart des externalités relatives aux bénéfices humains supposent de chiffrer le coût de la vie, par exemple. Une entreprise dont l'activité a des bénéfices significatifs pour ses clients en termes d'espérance de vie, par exemple, doit pouvoir appréhender cette difficile mesure. Ou pour une entreprise dont l'activité générerait un niveau élevé d'accidents du travail - *a contrario*, leur réduction - pourrait apporter une contribution d'impact majeure. Mais c'est le cas aussi pour tous les biens et services qui améliorent la productivité humaine (et génèrent donc des gains de temps). La maîtrise du sujet implique celle de référentiels, et l'accès à des informations qui sont en général possédées par les économistes, une catégorie d'acteurs avec lesquels les investisseurs d'impact ont une communication réduite.

La difficulté s'élève encore quand nous abordons la question des **externalités indirectes**. Parlons cette fois-ci de l'ascension de l'Annapurna par la face Nord.

Comme pour les internalités indirectes, les externalités indirectes constituent parfois, voire souvent, les impacts les plus importants d'un investissement, spécialement quand celui-ci a une vocation sociale. Il existe au moins deux grandes catégories d'externalités indirectes.

La première de ces catégories consiste dans les externalités physiques générées par l'activité de ses propres clients et de ses propres fournisseurs. La seconde s'est beaucoup popularisée à travers la sensibilité croissante des opinions publiques aux chaînes de valeur. Si votre produit est en lui-même générateur d'impacts positifs sur l'environnement (pensons à un véhicule électrique, par exemple, dans un pays où l'électricité est générée de manière non carbonée), la manière dont ses fournisseurs opèrent, ou leur processus même de production peut annuler les bénéfices du produit (production très carbonée et polluante des composants, par exemple). Le même souci peut s'appliquer aux clients. Supposons par exemple une génération de produits moins consommateurs en énergie carbonée et moins chers : l'augmentation de consommation induite chez les clients pour l'acquisition de ce produit peut conduire à accroître les émissions de carbone. Il existe aussi bien dans la chaîne amont des entreprises que dans la chaîne aval, de très nombreux cas de ce type, particulièrement dans les domaines de la santé et de l'environnement.

Si ces externalités indirectes physiques sont très peu prises en compte dans les déclarations d'impact, la seconde catégorie, relatives aux externalités macroéconomiques, est encore moins prise en compte. Il est vrai qu'il ne s'agit pas au sens strict d'externalités, selon la définition « à la Pigou » que nous avons présentée, mais plutôt d'impacts que l'on pourrait qualifier « d'équilibre général ».

Un investissement génère en effet, comme nous l'avons vu, des internalités indirectes puissantes, dont l'une des plus importantes remonte jusqu'à la fabrication du PIB et à l'emploi net total. Mais les investissements ont aussi un effet sur la monnaie, au travers des activités de crédit qui les entourent, ainsi que sur le change (cours de la devise d'opération), sans doute l'impact le moins apprécié par les investisseurs du même nom. Tout investissement entraîne des conséquences sur les importations, les exportations, ou la balance des services, et donc participe à la position de change globale du pays. Les conséquences de cette position peuvent être significatives à travers la réévaluation ou la dévaluation de la monnaie du pays. Certains investissements apparemment créateurs de valeur peuvent en réalité, s'ils entraînent un déficit de devises systématique, se révéler déstabilisateurs au total pour le pays où ils sont réalisés. Ce pourrait être, par exemple, le cas d'un investissement dit d'impact, financé par un prêt en devises ou un apport en capital extérieur, pour des activités exclusivement intérieures et reposant elles-mêmes sur des importations. Au total, l'opération (même s'il apporte à son démarrage des devises) donnerait lieu à une sortie nette de capitaux importante (du fait de l'amortissement du capital et des intérêts, mais aussi de la balance devises des opérations proprement dite). Bien entendu, ce type d'analyse implique une appréciation très globale. Elle suppose en particulier d'apprécier si les gains de productivité, par exemple, générés par cet investissement chez ses clients ne leur aurait pas permis de leur côté de générer un impact devises positif encore plus grand. Il est intéressant de noter que la majeure partie des analyses de l'impact des projets de développement dans les années 50 et 60 reposaient sur une estimation de l'effet net sur la balance des paiements : l'ensemble des méthodes identifiées et mises en œuvre dans ces décennies pourraient être très utilement mobilisées dans le cadre de l'analyse des impacts d'investissements privés.

Les fonds d'impact résistent pourtant souvent à rentrer dans ces analyses au regard de la complexité qu'ils craignent de rencontrer à la fois dans le cheminement intellectuel et la mesure des effets. Ils soulignent souvent que la taille de leurs investissements est trop modeste pour générer des impacts de nature macroéconomique ou pour prendre place de manière vraiment perturbante dans une chaîne de valeur. Mais cet argument revient soit à avouer une certaine paresse intellectuelle, soit à admettre la faiblesse de l'impact de l'activité que l'on soutient. C'est en particulier prêter le flanc à des critiques perturbantes, si l'investisseur d'impact soutient une activité remarquable au stade du pilote, qui justifie sa prise de risque, mais dont le passage à l'échelle s'avèrerait en pratique impossible, du fait de l'existence de ces externalités indirectes, inoffensive au stade primaire mais qui ne pourraient être acceptées à des niveaux de généralisation.

On voit donc que, faute de savoir vagabonder dans l'ensemble des quatre continents des impacts, les investisseurs de mission risquent fort de peiner à justifier de leur véritable capacité à changer leur environnement. Et faute de faire cet effort de méthodologie et de mesure, ils se rendent vulnérables face aux revendications d'acteurs « classiques » de l'investissement, qui peuvent à faible effort revendiquer des impacts souvent réels, alors qu'ils ne sauraient produire tout l'effort de mesure et de réflexion que nous venons de partager.

### **Des fourrés des mesures aux sommets des rendements**

Une fois identifiée la nature des impacts que l'on cherche à mesurer, encore faut-il procéder aux mesures effectives. Là aussi, l'industrie de l'impact s'est avérée étonnamment peu capable d'investir

le champ des débats méthodologiques pourtant vifs et largement connus que nous a en particulier offerts la réflexion économique du vingt-et-unième siècle.

C'est ainsi qu'elle a totalement raté l'épisode de l'émergence des méthodes randomisées. Ce courant, faut-il le rappeler en langage courant, tente d'appréhender la réalité de l'impact en comparant des groupes témoins (déterminés de façon aléatoire) aux groupes bénéficiaires d'une politique publique, ou d'un investissement (Duflo, 2005). Strictement menée, cette méthodologie rigoureuse est lourde et onéreuse (Baudet, 2019). Sa dimension relative limite, par essence (sans l'interdire totalement), les généralisations - ce qui fait à la fois sa force et sa faiblesse (Deaton, 2009). Elle exige, également par définition, des situations dans lesquelles on puisse identifier et construire des groupes témoins, et les suivre dans des conditions rigoureuses. Ces conditions expliquent que, dans l'univers de l'impact, la microfinance ait été un terrain plus particulièrement utilisés pour ces évaluations (Glennester et al., 2013).

Néanmoins, chaque fois que l'on se situe dans un univers où il existe de nombreux bénéficiaires ou fournisseurs, des approches de ce type pourraient être tentées. Par exemple, dans le secteur de l'énergie, les investissements dans les systèmes solaires domestiques (SHS) ont été un grand domaine d'investissement pour les acteurs de l'impact à partir des années 2010. Beaucoup d'espoirs ont été mis dans ces technologies pour bouleverser l'accès à l'énergie, tout particulièrement des ménages ruraux pauvres. Mais cet accès change-t-il vraiment les conditions de vie de ces paysans ? En comparant les trajectoires de vie de zones desservies par les SHS et d'autres, des évaluations pourraient apporter des enseignements cruciaux, permettant, par exemple, de savoir si subventionner cette industrie est un bon choix. Par exemple, une première méta-analyse fut effectuée par Berthelemy et Millien (2018), pour déterminer l'impact des systèmes d'énergies renouvelables décentralisées sur les facteurs socio-économiques des bénéficiaires, mais les travaux scientifiques manquent en fait cruellement.

Le même type de question pourrait être posé, également par exemple, dans le domaine agricole, pour évaluer l'impact d'unités de transformation sur leur chaîne amont : les paysans fournissant la matière première (coton, soja, maïs...) connaissent-ils des améliorations significatives de leur mieux-être par rapport à d'autres groupes n'étant pas entrés dans ces spéculations ? Souvent, le coût et la lourdeur de ces approches ne permettent pas d'envisager des généralisations. Mais une autre difficulté tient à ce que, par nature, les analyses d'impact randomisées ne sont possibles que pour des évaluations ex post préparées ex ante par l'observation de la situation de référence (groupe traité et groupe témoin). Or, on ne peut estimer à l'avance ce que sera l'évolution dans le groupe témoin, sinon en extrapolant les résultats d'études menées ailleurs ex post...dans un contexte différent qui peut rendre l'extrapolation impossible (limite bien vue par Deaton).

Néanmoins, des évaluations réalisées sur des cas spécifiques, sans autoriser des jugements définitifs à l'échelle de tout un secteur ou une industrie, permettraient d'améliorer la compréhension des conditions d'obtention des impacts, de mieux comprendre les zones de risque, en bref, d'approfondir notre intelligence à défaut d'obtenir des réponses définitives sur la validité de tels ou tels programmes. Deaton (2009) précise que c'est l'une des principales limites des méthodes d'évaluation randomisées.

Les questions du coût, de la longueur des délais d'obtention des résultats, ou de la complexité intellectuelle sont souvent les prétextes avancés par les équipes d'investissement d'impact, pour renoncer à recourir à de l'évaluation d'impact formelle. C'est en raison de ces problèmes que s'est développée, à l'autre échelle du spectre, des méthodes appelées « lean data », ou « données

rapides », popularisées notamment par un investisseur d'impact important, ACUMEN<sup>11</sup>. Ces méthodes peuvent ou non être déployées dans le cadre de démarches randomisées. Elles permettent d'obtenir de manière fluide, permanente, à partir d'informations légères renseignées par téléphone portable, des images de l'impact d'une activité d'investissement, par exemple, sur ses bénéficiaires. Là aussi, il est remarquable que, bien qu'elles aient émergé dans le contexte d'une activité d'impact et soient marquées par une culture microéconomique familière aux acteurs du secteur, cette pratique peine à s'étendre.

S'agit-il donc d'être perdus dans l'impact, ou sourds à l'impact ? « Deaf in impact », avant d'être « dead in impact » ?

Il est clair que la mesure des impacts, une fois que l'on a défini ce qu'étaient ces derniers, est une activité onéreuse. Elle pèse sur les bénéficiaires ou les parties prenantes, sommés de remplir des questionnaires, de répondre à des interviews, de mettre en place des systèmes de mesure informatique de nombreuses quantités, d'analyser ces résultats, puis de répondre aux nombreuses interrogations qui peuvent surgir.

La question de la soutenabilité de ces coûts est un des impensés du secteur : les investisseurs institutionnels, en particulier, sont souvent tiraillés entre la volonté, d'une part, de diminuer les coûts de gestion des investissements, et celle, d'autre part, d'obtenir des mesures plus précises et plus pertinentes des résultats d'impact, donc de peser sur les coûts de mesure. Cette contradiction toujours plus forte nous conduit à nous hisser, au cours de cette randonnée, aux sommets inatteignables de l'optimisation des rendements financiers...

### **Lost in money?**

Les rendements. Voici un vaste territoire sur lequel la communauté de l'impact s'est embourbée, et pourrait irrémédiablement se perdre.

Une part significative de cette dernière affirme en effet depuis longtemps qu'impact n'est pas contradictoire avec rendements de marché, quand il s'agit de fonds d'investissement, ou de retour sur capital, s'il s'agit d'entreprises. Cette affirmation laisse désormais la communauté de l'investissement d'impact désemparée face à l'arrivée d'acteurs de taille massive revendiquant leur mission d'impact tout en affichant des ambitions de rentabilité propres à émouvoir Wall Street. Dans tous les cas, ce qui frappe est l'indigence des raisonnements, et la prédominance des affirmations péremptoires comme des actions de communication.

Car, en fait, là encore, dans le continent confus des relations entre le rendement et l'impact, quatre régions voisinent, entretenant avec elles des liens étroits – il faut donc parler plutôt de zones aux frontières bien heureusement floues, sans douaniers ni garde-côtes...

Ne faisons qu'un bref passage dans le pays des **activités aux rendements faibles et aux impacts faibles**. Pourquoi s'attarder dans ce lieu peu attractif ?

Nous ne consacrerons également pas plus qu'un lointain coup d'œil au pays des **activités aux impacts faibles et aux rendements élevés** : c'est un domaine où réside la très grande majorité des entreprises du monde légal. Il n'est pas dénué d'intérêt : un niveau de rentabilité élevé permet à des entreprises saines de consacrer des moyens significatifs à la rémunération des collaborateurs, à des pratiques responsables vis-à-vis des clients et des fournisseurs, à des politiques énergétiques, ou de lutte contre la pollution, dynamiques, etc. Bref, à une éthique de responsabilité sociale bénéfique. Ces entreprises

<sup>11</sup> <https://acumen.org/lean-data/>

peuvent être aussi les partenaires d'acteurs publics ou philanthropiques dans ces causes importantes. Pensons, par exemple, à la santé, à la formation, aux droits des femmes... Mais elles ne pourraient, en tant que telles, être caractérisées comme des entreprises à impact, et leurs financeurs comme des financeurs à impact. Manqueraient, par exemple, la définition d'une mission ou d'une thèse d'investissement clairement formulée autour d'un principe premier d'intérêt général, non arbitraire par rapport au rendement, sa mesure et les mécanismes de redevabilité associés etc.

Visitions en revanche plus longuement le pays des **activités aux rendements faibles, voire nuls, et aux impacts élevés**. Aux confins de cet espace réside l'action philanthropique classique, de plus en plus soucieuse, elle aussi, de mesurer ses résultats, de s'évaluer. Qu'il s'agisse d'internalités ou d'externalités, on trouve dans cette catégorie des acteurs ciblant des domaines où les rentabilités commerciales sont structurellement faibles. C'est en particulier le cas quand les activités visent des populations très pauvres.

Dans le « bas de la pyramide » s'exercent certes des activités commerciales dont bénéficient des populations défavorisées, et qui peuvent atteindre de bons niveaux de rentabilité, grâce à des marges faibles appliquées à des volumes élevés. Mais il est difficile aujourd'hui, à part dans certains domaines très pointus, de rencontrer de tels modèles économiques dans la santé, par exemple, ou l'éducation, quand on cible ces populations : dès que l'on se situe dans des domaines dont les bénéfices sont « vitaux » (eau, alimentation, énergie, santé, éducation...), quand les marges deviennent « élevées », la pression est proportionnellement grande pour que les prix de vente des services soient abaissés, de manière à étendre l'accès : c'est la raison pour laquelle ces biens font souvent l'objet de régulation, soit par les prix et les marges, soit par les subventions, en reportant sur le contribuable ou le donateur le financement de la marge. C'est par exemple ce qui se passe quand les pouvoirs publics subventionnent le prix de l'eau pour des concessions de service public gérées par des entreprises privées. Faut-il considérer ces dernières comme des entreprises d'impact ? La question pourrait se poser. En tout état de cause, il existe donc un vaste monde d'activités se réalisant sur le marché, aux impacts totaux nets très élevés, mais qui exigent des subventions pour s'équilibrer, ou conduisent à des rendements financiers modestes.

Il faut comparer ces activités de marché aux impacts élevés et aux rendements modestes non aux rentabilités de marché mais aux coûts-bénéfices de subventions publiques ou de dons privés.

Prenons l'exemple d'une entreprise commerciale à impact qui permet l'accès à l'énergie et à l'eau à des populations rurales défavorisées, sur la base d'un modèle économique d'équilibre permettant de vendre à des prix compétitifs pour les clients. De ce fait, cette entreprise permet une couverture territoriale élevée avec un rythme de croissance significatif. Elle rendra à ses actionnaires un retour total sur investissement modeste, mais aura un bénéfice public supérieur au déploiement de subventions publiques rares et contraintes par les capacités budgétaires des États, sans compter sur les éventuels problèmes de compétence et d'intégrité des agents publics. Des investisseurs philanthropiques ou des investisseurs publics acceptent ces rendements faibles, en les comparant à ce qu'ils auraient pu accomplir par une voie philanthropique classique. On peut aussi imaginer que ces mêmes philanthropes et pouvoirs publics fournissent aux investisseurs des garanties de première perte, par exemple, pour diminuer leurs risques, ou un subventionnement de l'entreprise sous condition d'atteinte des résultats d'impact : dans ce cas, on cherchera à élever la rentabilité de l'investissement pour les actionnaires, de manière à accélérer la croissance de l'entreprise et les impacts associés.

Les **activités à impact et à rentabilité élevés** méritent aussi un séjour attentif. Elles sont le cœur de dilemmes que nous avons évoqués, et le cheval de Troie des acteurs du « green washing ».

La première question est la nature même de leur existence. Est-elle possible ? Dans quels domaines rencontre-t-on ces activités de martingale ultime ? Il n'existe pas de liste absolue, mais on peut chercher des cas dans les domaines à hautes externalités. Celui de la santé apparaît. On peut imaginer, par exemple, que des structures de soin qui généreraient des marges élevées avec des clientèles fortunées, et réinvestiraient une partie significative de ces dernières au bénéfice de l'accès aux soins de populations défavorisées pourraient à la fois générer des rendements de marché et des bénéfices sociétaux élevés. On peut également imaginer que des entreprises pharmaceutiques générant des innovations de rupture avec un bénéfice social élevé pourraient combiner les meilleurs des mondes de l'impact et du rendement. Ces situations peuvent se rencontrer dans tous les domaines de l'accès aux services essentiels.

Mais la condition pour être reconnu et légitime en tant qu'investisseur d'impact demeure bien sur l'affichage d'une mission d'intérêt général claire et mesurable, arbitrable contre toutes les autres contraintes. Cette dimension est fondamentale pour apprécier si l'impact, cette fameuse somme des internalités directes et indirectes dont nous avons parlé, est réellement significative ou en fait marginale, une justification de pure communication, si les impacts bruts ne sont pas effacés par des impacts négatifs qui aboutissent en fait à un faible bénéfice total net, et si, enfin, on peut mesurer et vérifier la réalité de ces impacts, qui ne sauraient être purement déclaratifs.

La question sous-jacente est celle du positionnement des financeurs d'impact, publics ou privés, par rapport à ces activités. Si leurs rendements sont supérieurs, alors tout investisseur privé ne pourrait être que très motivé pour les appuyer. Il n'y a besoin ni de mobilisation particulière de financeur d'impact ni des États. Et il n'y a non plus pas de raison pour que n'importe quel acteur de marché vienne concurrencer cette activité, en finissant par réduire ses marges au niveau d'équilibre de tout marché de biens et services, sans qu'il soit nécessaire de revendiquer une démarche d'impact. La pérennité de l'étiquette d'investisseur d'impact ou d'entreprise d'impact est donc précaire par nature dans ce cas de figure. À moins que...

À moins qu'il n'existe d'importantes barrières à l'entrée dans le domaine, dues à des risques particuliers, ou au caractère innovant du domaine. Pensons par exemple à une entreprise qui déploierait une activité à haut bénéfice social, en matière d'emplois comme de bénéfices clients, par exemple, dans des pays pauvres. Elle pourrait générer de ce fait une rentabilité élevée, mais en encourageant des risques élevés de déploiement.

On pourrait plaider pour le caractère d'impact d'une telle activité, au nom de la subsidiarité : n'importe quel acteur de marché pourrait déployer cette activité, mais en pratique, pour des raisons propres à la géographie ou au secteur, la concurrence ne s'est pas emparée du sujet. La nature d'impact de l'activité aura tendance à disparaître, une fois la preuve de viabilité et de rentabilité faite, et une fois la concurrence arrivant. Mais celle-ci peut demeurer absente, pour de bonnes ou de mauvaises causes. Les bonnes causes peuvent résider dans des savoir-faire naturels imaginés pour atteindre les cibles, peu copiables, et demandant des efforts importants pour des tailles de marché faibles. Mais nous pourrions être au bord d'une situation de rente de monopole n'ayant rien à voir avec l'impact. Une vraie mauvaise raison pourrait être une protection. Imaginons une entreprise pharmaceutique se réclamant de l'impact et trouvant des traitements à haut bénéfice social et très rentables, qu'elle protégerait par des brevets. Elle entraînerait soit un rationnement quantitatif du traitement, soit des prix élevés écartant les bénéficiaires pauvres. Elle sortirait clairement du champ de l'impact, et ne pourrait y demeurer que, par exemple, en donnant son traitement aux pays pauvres.

On le voit, la coexistence de rendements élevés et d'impacts élevés est liée à des secteurs très particuliers, et peut-être surtout des moments très particuliers. Le **principe de subsidiarité** est un bon

guide pour approcher la vérité ontologique : l'activité considérée pourrait-elle être exercée par n'importe quel autre acteur, et le champ dont on parle est-il pleinement compétitif ? Si oui, alors nous parlons d'activité à haute utilité sociale, dont il est heureux qu'elles génèrent des rendements financiers élevés. Il devient cependant difficile de parler d'activité d'impact, qui exige, pour l'être, la clarté de ces missions d'intérêt général non arbitrables et mesurables dans leur mise en œuvre.

### **Une carte pour s'orienter dans les tensions entre rendement et impact**

Il reste peut-être à préciser un point que la communauté d'impact tend souvent à éluder. Pourquoi telle activité qualifiée d'impact connaît-elle des rendements moindres qu'une activité de marché ?

Répondre à cette question est essentiel, par exemple, pour justifier et calculer un éventuel soutien public, ou situer la juste attrition des rendements financiers espérés, pour un investisseur philanthrope. En vérité, les motifs de réduction des attentes de rendement financier touchent à des catégories différentes.

Une première catégorie est le caractère élevé des coûts d'accès par les acteurs : par exemple, atteindre des PME ou des start-ups, particulièrement dans des pays pauvres coûte plus cher, par euro investi, qu'atteindre des entreprises accomplies et de taille significative. Or, le rendement brut attendu des investissements n'est pas forcément plus élevé. L'investisseur d'impact cherchera donc à prendre en compte le différentiel de coût de fonctionnement des équipes d'investissement qu'il soutient. Certains pourraient soutenir que l'on est ici dans le domaine des imperfections de marché, mais on peut soutenir que ce n'est pas le cas, dans la mesure où il n'existe pas du tout de marché. C'est en fait dans le domaine des externalités qu'il faut aller chercher une justification à une intervention collective, non lucrative, comme dans les cas suivants du reste.

Une seconde catégorie réside dans le risque d'environnement. Par exemple, des investisseurs opérant au bénéfice de pays très pauvres, et souvent très instables, prendront en compte les coûts associés au caractère élevé du risque politique et institutionnel, ou à la faible attractivité des pays en cause rendant difficile, par exemple, la revente de leurs acquisitions, ou la sortie de leurs capitaux ou de leurs dividendes.

Une troisième catégorie réside dans une rentabilité moindre des activités financées elles-mêmes. Cette rentabilité moindre peut résulter de la nature même de l'objet des entreprises (business sociaux, entreprises visant des populations à faible solvabilité...), de leur maturité (entreprises très jeunes à sinistralité élevée, innovations significatives...).

Enfin, le choix de l'instrument financier peut en lui-même impliquer des arbitrages de rendement par rapport à des comparables (choix de fonds propres plutôt que de dette pour des raisons d'appropriation...).

### **Quelques bonnes raisons pour prendre son bâton et s'engager avec éthique et méthode dans le plaisant sentier de la science de l'impact**

Comme on vient de le voir, le paysage de la mesure d'impact est complexe. Complexe dans le détail, il l'est dans le global : ainsi, par exemple, la seule manière de pouvoir porter un regard complet sur la performance sociétale d'un investissement repose sur la capacité à pouvoir exprimer en termes monétaires la grande diversité des internalités et des externalités directes et indirectes de celui-ci. Mais, parfois complexes à identifier dans leur totalité, ces impacts sont parfois, et même souvent, également complexes à valoriser et donc, au total à agréger. Cette complexité, qui explique que les indicateurs que nous avons présentés, comme les SROI ou les TRS, soient rarement vraiment économiquement solides, justifie souvent la rusticité des indicateurs employés par les investisseurs

d'impact. Ils se réfugient alors, faute de moyens, parfois faute de culture économique, et parfois faute de mieux, dans quelques chiffres eux-mêmes d'ailleurs précaires : les emplois créés, les femmes aidées...

Mais si les investisseurs d'impact sont si souvent faibles sur ce terrain de mesure de leur performance sociétale, c'est non seulement en raison de cette complexité, mais aussi parce que beaucoup sont souvent ambigus dans l'analyse et la présentation de leurs modèles économiques, soit qu'ils cherchent à se rendre plus profitables qu'ils ne le sont réellement, soit qu'ils cherchent au contraire à forcer une démonstration inverse, de manière à constituer un cas de subventionnement plus convaincant. Une vraie transparence est rare en ce milieu et dans ce domaine.

Pourtant, qu'il s'agisse de la clarification des modèles économiques ou des autres compartiments méthodologiques de l'impact, cette randonnée dans ce paysage de la performance sociétale a montré, il faut l'espérer, que si les instruments de navigation ne sont pas toujours simples à manier, s'ils sont parfois onéreux à acquérir et ne sont pas à la portée de toutes les bourses, s'ils sont imparfaits et mériteraient, souvent, de profondes améliorations, s'ils ne sont pas adaptés à tous les terrains et toutes les situations, demandant parfois des efforts de tropicalisation ou de simplification, s'ils sont évidemment lacunaires et ne répondent pas tous les défis, ils existent, n'appellent qu'à être utilisés, appropriés et développés par des acteurs de l'impact soucieux d'élever enfin la scientificité de leur pratique et de s'engager fermement dans une démarche de différenciation et de justification qui élèvera à un niveau suffisant la barrière avec les acteurs de « l'impact washing ».

La technicité ne doit toutefois pas faire oublier la prédominance de l'éthique et la dimension première de la mission dans toute l'approche de l'impact. Une mission vraie et convaincante prévaudra toujours sur des masses de mesures sophistiquées dépourvues de sens. Des valeurs fortes et mises en œuvre de manière convaincante sur longue période trouveront toujours plus leur voie vers le cœur et l'intelligence des investisseurs qui veulent changer le monde que des affirmations légères, péremptoires, assises sur des indicateurs raffinés, mais trop sophistiqués pour vraiment parler à l'intelligence humaine.

Démontrer son impact, et convaincre, pour tous les acteurs engagés dans ce domaine, c'est trouver le juste équilibre entre le rêve, le récit et la raison : si les deux premiers termes n'ont pas manqué dans nos premières générations de l'industrie d'impact, faire trouver une place plus grande au troisième, ce pourquoi cet article a été rédigé, ne doit pas nous conduire à renoncer à vibrer, ni à montrer.

Au fin du fin, c'est la cause qui fait l'impact, et l'impact qui justifie la cause, une relation qui ne se décrète pas, mais qui se vit année après année dans une démarche de changement sociétale vraie.

## Références

- ACUMEN Lean Data, n.d. Acumen | Lean Data -. Acumen. URL <https://acumen.org/lean-data/>
- Baudet, A., 2019. L'appropriation des outils d'évaluation par les entreprises sociales et associations d'intérêt général : apports d'une approche sociotechnique pour la conception des outils d'évaluation d'impact social. Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne.
- Bédécarrats, F., Guérin, I., Roubaud, F., 2017. L'étalon-or des évaluations randomisées : économie politique des expérimentations aléatoires dans le domaine du développement. ResearchGate.
- Berthelemy, J.-C., Millien, A., 2018. Impact of Decentralized Electrification Projects on Sustainable Development: A Meta-Analysis. FERDI Working paper.

- Deaton, A., 2009. Instruments of development: Randomization in the tropics, and the search for the elusive keys to economic development. *Proceedings of the British Academy, 2008 Lectures* 162, 123–160.
- Duflo, E., 2005. Évaluer l'impact des programmes d'aide au développement : le rôle des évaluations par assignation aléatoire. *Revue d'Économie du Développement* Vol. 13, 185–226.
- European Microfinance Platform, 2014. The Green Index, an innovative tool to assess the environmental performance of MFIs.
- Gertler, P.J., Martinez, S., Premand, P., Rawlings, L.B., Vermeersch, C.M.J., 2011. L'évaluation d'impact en pratique, *World Bank Training Series*. The World Bank. <https://doi.org/10.1596/978-0-8213-8752-8>
- GIIN, 2020. Strengthening Impact Measurement and Management Approaches.
- Glennester, R., Banerjee, A., Duflo, E., Kinnan, C., 2013. The miracle of microfinance? Evidence from a randomized evaluation.
- Guillaumont, P., 1985. *Économie du Développement. Tome II: Dynamique du développement, Sciences économiques*. Presses Universitaires de France.
- Leontief, W.W., 1941. *The structure of American economy, 1919-1929: an empirical application of equilibrium analysis*. Harvard University Press.
- List, J.A., 2007. Field Experiments: A Bridge between Lab and Naturally Occurring Data. *The B.E. Journal of Economic Analysis & Policy* 5. <https://doi.org/10.2202/1538-0637.1747>
- Pamies-Sumner, S., 2014. *Les évaluations d'impact dans le domaine du développement - État des lieux et nouveaux enjeux*. Département de recherche AFD.



*“Sur quoi la fondera-t-il l'économie du monde qu'il veut gouverner? Sera-ce sur le caprice de chaque particulier? Quelle confusion! Sera-ce sur la justice? Il l'ignore.”*

**Pascal**



Créée en 2003, la **Fondation pour les études et recherches sur le développement international** vise à favoriser la compréhension du développement économique international et des politiques qui l'influencent.

**Contact**

[www.ferdi.fr](http://www.ferdi.fr)

[contact@ferdi.fr](mailto:contact@ferdi.fr)

+33 (0)4 73 17 75 30