

# QUESTION

39 SEPTEMBRE 2018

## DE DÉVELOPPEMENT

SYNTHÈSES DES ÉTUDES ET RECHERCHES DE L'AFD

# Comment évaluer le risque financier des *Social Impact Bonds* ?

### PROPOSITION D'UNE GRILLE D'ANALYSE.

Le Contrat à Impact Social, traduction française des *Social Impacts Bonds*, est un nouveau produit financier. Il a pour objectif de mobiliser des financements privés au service de politiques publiques sociales ou d'intérêt général, notamment pour la mise en place de programmes de prévention.



**JULIEN SCIAU**

Chargé d'affaires entreprises et innovation financière, Division des Financement Structurés, AFD

Les programmes de prévention sur des problématiques sociales (santé, éducation, justice, insertion et réinsertion sociale, etc.) peuvent permettre aux pouvoirs publics d'éviter des coûts futurs de prise en charge des populations (hospitalisations, écoles spécialisées, emprisonnement, etc.). Néanmoins, l'impact final de ces initiatives comportant par nature une part d'aléa, les financements des programmes de prévention s'apparentent à des investissements risqués pour les pouvoirs publics et ont tendance à être délaissés dans un contexte de contrainte budgétaire.

Les Contrats à Impact Social (CIS) ont vocation à faire assumer au secteur privé, contre rémunération, les risques d'échec des programmes de prévention, par la mise en place d'un contrat qui définit, d'une part, les montants nécessaires au financement des programmes par des investisseurs privés et, d'autre part, des objectifs de réussite permettant de déclencher le remboursement et le paiement de primes par les pouvoirs publics aux investisseurs.

#### Historique des *Social Impact Bonds*

Le premier CIS a été structuré au Royaume-Uni en 2010. Il s'agit d'un programme de lutte contre la récidive d'hommes condamnés à des peines de prison de courte durée au sein de l'établissement pénitentiaire de Peterborough. À leur sortie, ces anciens détenus ont bénéficié d'un suivi personnalisé et de l'appui de différentes associations, afin de faciliter leur accès à des logements, à l'emploi ou encore à des traitements de lutte contre la dépendance aux drogues et à l'alcool. Le programme, d'un coût total de 5 millions de livres sterling, avait pour objectif de toucher 3 000 personnes et visait une réduction de 7,5 % du nombre de récidives. Il a été financé par des investisseurs privés essentiellement animés par des motivations caritatives. ...

Le remboursement du programme était effectué par le ministère de la Justice du Royaume-Uni et le *Big Lottery Fund*. Le programme a permis une diminution de 9 % du nombre de récidives et a ainsi dépassé l'objectif initial.

Suite à cette première expérience, plus de 100 CIS ont été lancés à mars 2018, essentiellement au Royaume-Uni (40) et aux Etats-Unis (20), mais également aux Pays-Bas (8), en Australie (8), en Inde (2) et au Pérou (1), pour un montant total de près de 400 millions USD. Selon le rapport de septembre 2017 du *think tank* Brookings, près de 25 CIS sont actuellement à l'étude dans les pays émergents et en développement.

Si les montants mobilisés demeurent limités à l'échelle des marchés financiers, les CIS, financés à l'origine par des fondations ou des investisseurs sociaux, commencent à intéresser le secteur bancaire classique. En France, un appel à projets a été ouvert du 16 mars 2016 au 30 janvier 2017 par le ministère de l'Économie et des Finances, avec pour objectif de développer cet outil financier sur le territoire. Une soixantaine de dossiers ont été déposés. Plusieurs banques françaises se montrent intéressées par ce nouveau produit, par exemple BNP Paribas, la Caisse d'Épargne, la Caisse des Dépôts et Consignations, le Crédit Coopératif, ou l'Agence française de développement.

### Un risque financier d'un nouveau type...

Le développement du marché des CIS se caractérise à ce jour par une forte hétérogénéité des investissements réalisés, au regard de leur structuration juridique et financière. Le montage des CIS est réalisé au cas par cas.

La structuration est souvent le résultat d'un compromis entre les différents acteurs en fonction de la temporalité et des objectifs des projets, du cadre juridique applicable dans les territoires sur lesquels ils sont déployés, et de la nature des investisseurs et des tiers payeurs. Contractuellement, les investissements peuvent ainsi prendre la forme de prêts, d'obligations, voire d'investissements en fonds propres.

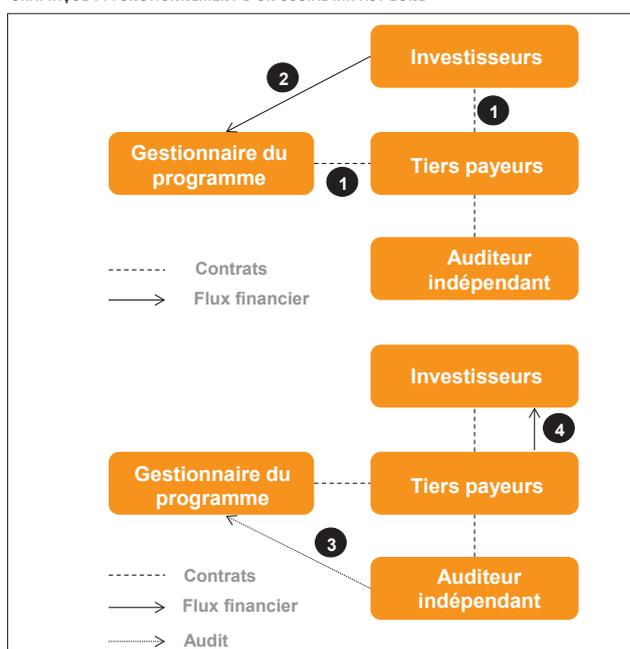
Cependant, quelle que soit la structuration retenue, la nature du risque financier associé aux CIS reste délicate à appréhender pour les institutions financières, car l'analyse du risque de crédit est essentiellement réalisée sous le prisme de la capacité opérationnelle d'un tiers à générer un impact et non plus sous celui de la capacité de remboursement d'une contrepartie.

Or, l'évaluation du risque financier associé aux CIS représente un préalable indispensable aux banques pour le développement du produit, à la fois crucial pour guider leurs décisions d'investissement mais aussi pour sa gestion comptable et réglementaire. La construction de grilles d'évaluations solides et homogènes pourrait permettre d'accélérer la croissance du marché, voire la distribution de ce produit à plus grande échelle auprès des investisseurs.

### ...qui nécessite une évolution des méthodologies d'évaluation financière.

Nous proposons ici une grille d'analyse établie sur cinq thèmes : la qualité du schéma contractuel et de la gouvernance du programme ; la qualité du design du

GRAPHIQUE 1 . FONCTIONNEMENT D'UN SOCIAL IMPACT BOND



#### AU DÉMARRAGE DU PROGRAMME

1 - Les investisseurs signent un contrat de prêt avec les tiers payeurs, qui s'engagent à payer le principal et les intérêts aux investisseurs en fonction de l'atteinte des objectifs de résultats du programme.

1 - De manière simultanée, les tiers payeurs signent un contrat avec l'opérateur concernant la conduite du programme.

2 - Les investisseurs versent les fonds directement au gestionnaire à la fin du programme

#### A LA FIN DU PROGRAMME

3 - L'auditeur indépendant réalise une évaluation des résultats atteints dans le cadre du programme.

4 - Si les objectifs sont atteints, les pouvoirs tiers payeurs remboursent le principal et paient les intérêts aux investisseurs.

Source : Auteur.

---

programme et de la mesure de ses résultats ; la qualité et la viabilité de l'équipe de gestion et des associés du programme ; l'évaluation de la capacité de succès du programme et l'analyse de la structuration financière ; le risque de contrepartie.

Les CIS reposent sur un schéma contractuel original dans lequel le paiement des investisseurs est indexé sur des objectifs d'impacts précis et quantifiables. Le gestionnaire du programme aura la responsabilité d'atteindre ces objectifs. Le but est ici de limiter les possibilités d'interprétations et donc les contestations possibles de la part du payeur, mais aussi de donner une direction claire au gestionnaire du programme. Dans le cadre des CIS, généralement ancrés territorialement, les conflits d'intérêts potentiels sont nombreux, notamment si un opérateur est impliqué à la fois dans la prévention et le traitement d'une problématique (par exemple un opérateur qui gèrerait des centres de dialyse et qui souhaiterait s'impliquer sur un programme de prévention du diabète). L'analyste devra donc apprécier le risque de conflits d'intérêts entre les parties prenantes, et dans quelle mesure ils sont effectivement encadrés par des clauses contractuelles (par exemple un recours à un vote des investisseurs pour les décisions jugées soumises à un conflit d'intérêt). Les CIS se déroulent sur des périodes longues, de 3 à 8 ans en général. Ces durées sont supérieures à celles habituellement observées pour la mise en place de programmes sociaux de prévention par des opérateurs privés (associations, entreprises, etc.). Il est donc important que les opérateurs soient incités à continuellement maximiser l'impact de leurs interventions, mais également qu'ils puissent le cas échéant modifier l'approche, voire la construction du programme, de manière à atteindre voire dépasser les objectifs préalablement fixés.

L'adéquation des programmes de prévention à l'environnement et aux bénéficiaires représente un enjeu décisif pour la réussite des CIS. Trois éléments clés à analyser constituent ce thème.

- **L'adéquation au contexte local** : les programmes mis en place dans le cadre de CIS ont pour objectif de prévenir la survenance ou l'aggravation de problématiques sociales et/ou physiques, généralement engendrées par des environnements propices à leur développement. La prise en compte des contextes locaux/sociaux dans les méthodologies utilisées, afin de pouvoir les contrer ou pour le moins les nuancer, représente donc un élément important, voire un préalable au succès du CIS.

- **L'adéquation aux bénéficiaires** : le maintien de l'engagement et de la motivation des bénéficiaires à long-terme est une des clés de la réussite des CIS. Or, les programmes (formation professionnelle de réfugiés,

traitement du diabète, santé pré- et post-natale auprès de populations vulnérables, etc.) sont généralement développés auprès de populations potentiellement fragiles qui connaissent ou pourraient connaître des problématiques sociales et/ou de santé. Ainsi, si le programme ne parvient pas à produire des bénéfices concrets à court-terme pour les participants, le risque d'abandon est accru, car les bénéficiaires pourraient progressivement privilégier la résolution de problèmes qui les impactent plus directement au quotidien. Il sera donc nécessaire d'apprécier dans quelle mesure les méthodologies mises en places prévoient effectivement : (i) une présentation claire des efforts et de l'engagement demandés aux bénéficiaires avant le démarrage du programme ; (ii) des mécanismes de motivation des bénéficiaires durant toute la durée du programme (incitations, séminaires, etc.) et ; (iii) la production de bénéfices concrets perceptibles à court-terme, même s'ils ne sont pas intégralement corrélés à l'objectif final du programme.

- **La qualité des indicateurs utilisés** : c'est un élément essentiel de l'analyse du CIS, car elle permet à la fois au gestionnaire de réaliser un suivi précis des effets de son programme et de procéder aux modifications nécessaires le cas échéant, mais facilite aussi *in fine* le déclenchement des paiements en faveur des investisseurs.

Les CIS réunissent généralement des entités qui développent des compétences différentes. Le succès d'un programme repose sur la capacité de ces entités à mener à bien et à coordonner leurs interventions. La qualité du gestionnaire du programme et des opérateurs sous-traitants est ainsi l'un des éléments les plus importants pour l'analyse d'un CIS. L'analyse de ce thème se décompose en trois points d'attention.

- **L'adéquation et la qualité des ressources humaines** : la taille du programme et la méthodologie utilisée déterminent assez précisément le nombre de personnel et les compétences demandées.

- **L'évaluation de l'historique du gestionnaire et des opérateurs** : afin d'évaluer l'expérience du gestionnaire et des opérateurs, l'analyste procèdera à l'étude de l'historique et des résultats obtenus des différentes entités intervenant pour la mise en place du programme. Si le gestionnaire et les opérateurs ne disposent pas d'un historique suffisant, l'analyste veillera à procéder à cette étude sur la base des accomplissements passés de leurs personnes-clés.

- **La viabilité du gestionnaire du programme et des opérateurs** : les programmes développés dans le cadre des CIS sont généralement d'une maturité supérieure à 3 ans. Il est donc primordial d'évaluer la viabilité financière du gestionnaire pour la durée du programme.

Le quatrième thème d'analyse consiste à évaluer la capacité de succès et le risque de crédit associé à un CIS indépendamment des éléments qualitatifs étudiés précédemment. Il s'agit de se concentrer sur l'étude des niveaux des différents objectifs fixés par rapport aux résultats déjà obtenus par des programmes similaires et sur la qualité des garanties offertes dans le cadre du CIS. L'analyste devra étudier les programmes qui sont intervenus sur des problématiques semblables et les résultats obtenus. Cette analyse ne doit pas se limiter aux programmes de prévention développés *via* des CIS, mais doit également être élargie aux études réalisées et aux programmes financés de manière classique. L'objectif est de constituer un groupe de comparaison pertinent avec le CIS proposé. Une fois le groupe de comparaison constitué, l'analyste pourra comparer les résultats obtenus par ces programmes et le niveau des objectifs fixés pour le CIS étudié, et estimer la capacité de succès du programme. Ainsi, si les objectifs définis dans le contrat n'ont jamais été atteints par des programmes comparables, la capacité de succès sera jugée faible. A l'inverse, si les objectifs du CIS ont été atteints par plusieurs programmes avec une comparabilité élevée, sa capacité de succès sera jugée forte. Un ratio qualitatif de capacité de succès pourra être utilisé pour évaluer l'aléa de succès associé au programme proposé et donc au remboursement du financement.

L'analyse de la structuration financière apporte également un éclairage additionnel à l'évaluation du risque financier associé au CIS. L'analyste prendra notamment en compte la progressivité des objectifs. En effet, la définition d'objectifs intermédiaires déclenchant des paiements échelonnés de principal et d'intérêts permet de réduire le risque associé

au CIS pour les investisseurs, car un CIS qui aurait une capacité de succès élevée mais aucune progressivité des objectifs, conserverait un risque important de perte de l'intégralité du montant de l'investissement. Différents types d'objectifs intermédiaires peuvent être fixés, basés sur des objectifs opérationnels (x personnes ont bénéficié du programme, x heures de sensibilisation ont été dispensées, etc.) ou sur l'atteinte de résultats d'impacts inférieurs (x% de réduction de la récidive, etc.). La prise en compte de potentielles garanties et/ou tranches subordonnées représente un élément important, ces facteurs permettant d'atténuer le risque des investisseurs.

Enfin, l'analyste devra évaluer la capacité de remboursement de la contrepartie, en l'occurrence le tiers payeur du programme de prévention. Dans le cadre d'un CIS, le tiers payeur est le plus souvent une entité étatique ou paraétatique (collectivité publique, agence nationale, entreprise publique) qui bénéficie ainsi d'une notation proposée par les trois agences de notation de référence, ce qui le cas échéant simplifie l'analyse.

L'objectif des méthodologies de notation est de constituer une aide à la décision pour les institutions financières, notamment au regard de la rémunération proposée. Plus le risque sera important, plus la rémunération s'approchera des standards des investissements en fonds propres et, inversement, plus la notation sera bonne, plus le couple rendement-risque du CIS sera similaire à celui d'un prêt classique. La problématique de l'évaluation des risques financiers associés aux CIS est également prégnante pour les banques de développement qui s'intéressent de plus en plus à ce produit, renommé *Development Impact Bond* (DIB) pour l'occasion. ■

#### ● RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES ●

Le Pendeven B., V. Nico et B. Gachet (2015), *Social Impact Bonds, un nouvel outil pour le financement de l'innovation sociale*, Institut de l'entreprise.

Bridges Impact + (2014), *Choosing Social Impact Bonds, a Practitioner's Guide*.

Gustafsson-Wright E., S. Gardiner et V. Putcha (2015), *The Potential and Limitations of Impact Bonds: Lessons from the Five First Years of Experience World-Wide*, Brookings.

Gustafsson-Wright E., I. Boggild-Jones, D. Segell et J. Durland (2017), *Impact Bonds in Developing Countries: Early Learnings from the Field*, Brookings.

QUESTION DE DÉVELOPPEMENT est une publication de la direction exécutive Innovation, recherche et savoirs (IRS) de l'AFD qui présente les synthèses des études, évaluations et recherches initiées ou soutenues par l'AFD. Cette série a pour objectif de résumer le questionnement, la démarche, les enseignements et les perspectives de l'étude présentée. Elle vise à ouvrir de nouvelles pistes d'action et de réflexions. Les analyses et conclusions de ce document sont formulées sous la responsabilité de ses auteurs. Elles ne reflètent pas nécessairement le point de vue de l'AFD ou de ses institutions partenaires.

Directeur de la publication : Rémy RIOUX . Directeur de la rédaction : Thomas MELONIO . Agence française de développement : 5, rue Roland Barthes - 75598 Paris Cedex 12 .

Dépôt légal : Septembre 2018 - ISSN 2271-7404 . Conception : NOISE . Réalisation : Eric THAUVIN