



Working Paper

La finance à impact : éclairage sur les pratiques d'une société française de gestion d'actifs solidaires

Philippe Devin¹,

Septembre 2023

¹Doctorant à l'Université Sorbonne Paris Nord, Unité de recherche ACT ; Chaire Energie and Prospérité. L'auteur remercie la Chaire Énergie et Prospérité, sous l'égide de la Fondation du Risque, pour son soutien

La Chaire Energie et Prospérité

La chaire Energie et Prospérité a été créée en 2015 pour éclairer les décisions des acteurs publics et privés dans le pilotage de la transition énergétique. Les travaux de recherche conduits s'attachent aux impacts de la transition énergétique sur les économies (croissance, emploi, dette), sur les secteurs d'activité (transport, construction, production d'énergie, finance), aux modes de financement associés ainsi qu'aux problématiques d'accès à l'énergie. Hébergée par la Fondation du Risque, la chaire bénéficie du soutien de l'ADEME, de la Caisse des Dépôts, d'Engie et du groupe Renault.

Les opinions exprimées dans ce papier sont celles de son (ses) auteur(s) et ne reflètent pas nécessairement celles de la Chaire Energie et Prospérité. Ce document est publié sous l'entière responsabilité de son (ses) auteur(s).

Les Working paper de la Chaire Energie et Prospérité sont téléchargeables ici :

<http://www.chair-energy-prosperity.org/category/publications/>

Chair Energy and Prosperity

The Energy and Prosperity Chair was created in 2015 to inform decisions of public and private actors in managing the energy transition. The Chair research deals with the impacts of energy transition on national economies (growth, employment, debt...), on specific sectors (transportation, construction, energy , finance), on acces to energy and with the associated financing issues. Hosted by the Risk Foundation, the chair has the support of ADEME, the Caisse des Dépôts, Engie and the Groupe Renault.

The opinions expressed in this paper are those of the author(s) and do not necessarily reflect the position of Chair Energy and Prosperity. It is therefore published under the sole responsibility of its author(s).

Chair energy and Prosperity working paper can be downloaded here:

<http://www.chair-energy-prosperity.org/en/category/publications-2/>

La finance à impact : éclairage sur les pratiques d'une société française de gestion d'actifs solidaires

PHILIPPE DEVIN¹

Résumé :

Cet article a pour objectif d'éclairer la littérature sur la finance à impact grâce à l'étude de fonds d'investissement solidaires.

Il propose une analyse comparative d'un fonds solidaire « 90-10 » recherchant principalement la performance financière (fonds «A») et d'un fonds solidaire spécialisé (fonds «B»), privilégiant la création d'impacts positifs sans performance financière.

En se focalisant sur la sélection des entreprises, et la manière dont les fonds traitent les données extra-financières, il apparaît que le fonds «A» se distingue par une utilisation de référentiels d'impacts, et par une sélection sur des critères financiers subordonnée à une présélection extra-financière. Le fonds « B » mélange financier et extra-financier dans sa sélection de titres, et bien qu'exigeant sur la création d'impact, il restitue plus simplement celui-ci. Enfin, ces fonds combinent les notions d'impact et de solidarité de manière hybride : la première met davantage l'accent sur la communication, tandis que la seconde se concentre sur les pratiques de financement et de sélection.

Mots-clés : Fonds solidaire, finance à impact, rapport extra-financier, performance financière, sélection des entreprises

Abstract:

The aim of this article is to shed light on the literature on impact investing by studying solidarity-based investment funds.

It proposes a comparative analysis of a "90-10" funds primarily seeking financial performance (fund "A") and a specialised solidarity-based fund (fund "B"), favouring the creation of positive impacts without financial performance.

By focusing on the selection of companies and the way in which they process extra-financial data, it appears that fund "A" is notable for its use of impact benchmarks and for its selection based on financial criteria which is subordinate to an extra-financial pre-selection. The "B" fund mixes financial and extra-financial criteria in its stock selection, and although it is demanding when it comes to creating impact, it does so more simply. Finally, these funds combine the notions of impact and solidarity in a hybrid way: the former places greater emphasis on communication, while the latter focuses on financing and selection practices.

Keywords: *Solidarity-based funds, impact investing, extra-financial reporting, financial performance, corporate selection*

Code JEL : G11, G23, G24, M14

¹ Doctorant à l'Université Sorbonne Paris Nord, Unité de recherche ACT ; Chaire Energie and Prospérité - L'auteur remercie la Chaire Énergie et Prospérité, sous l'égide de la Fondation du Risque, pour son soutien

INTRODUCTION

La finance à impact rassemble les investissements réalisés dans l'intention de générer un effet social et environnemental positif, mais tout comme la finance conventionnelle, celle-ci nécessite de fournir un retour financier aux investisseurs (GIIN, 2020 ; A.K. Höchstädter et B. Scheck, 2015). Bien que le terme émerge en 2007, l'idée d'utiliser des investissements pour obtenir des résultats autres que financiers n'est pas nouvelle (A. Bugg-Levine et J. Emerson, 2011). Au cours de la décennie 2010, le mouvement de la finance à impact, d'origine anglo-saxonne (N. O'Donohoe *et al.*, 2010), a progressivement trouvé sa place au sein du paysage financier français (Comité français sur l'investissement à impact social, 2014 ; Social Impact Investment Taskforce, 2014). Ce concept s'est introduit en France dans un écosystème financier déjà prédisposé, à savoir celui de la finance solidaire (E. Chiapello et G. Godefroy, 2017, p. 167). En effet, il est possible en France depuis le début des années 2000, de financer par l'intermédiaire de fonds d'investissement dits « solidaires », des entreprises à fort impact positif. Elles sont appelées « entreprises solidaires »² et bénéficient d'un agrément les définissant comme telles et délimitant strictement le cadre de leurs activités. Ces fonds sont en majorité des fonds proposés dans le cadre de l'épargne salariale (fonds commun de placement d'entreprise – FCPE) ou des fonds d'investissement dits « ouverts », et prenant la forme d'Organismes de Placement Collectif (OPC). Une fois l'épargne collectée, entre 5 et 10% sont redirigés vers ces entreprises solidaires, d'où leur nom de fonds « 90-10 ».

Dans le but de combler les lacunes en matière de financement rencontrées par les entreprises à caractère solidaire (A. Artis, 2013), l'État français a créé un contexte réglementaire favorable. En 2001 la loi Fabius créant l'agrément « entreprise solidaire » et introduisant dans l'épargne salariale l'offre de fonds solidaires, les lois Fillon, en 2003 et de Modernisation de l'Economie (dite LME) en 2008, généralisent l'offre de fonds solidaires dans l'épargne salariale et l'épargne retraite. On constate dès lors une croissance marquée de ces fonds en termes d'actifs sous-gestion. Il convient de souligner que ces fonds sont créés et gérés par les principaux acteurs de la finance conventionnelle en France. De plus, à partir du milieu des années 2000, de nouveaux fonds « spécialisés » apparaissent (appelés Fonds Professionnels Spécialisés – dits FPS solidaires). Ces derniers sont spécialisés dans l'investissement solidaire et destinés aux professionnels, en l'occurrence aux fonds « 90-10 ». Ils concentrent l'investissement solidaire et jouent un rôle essentiel permettant aux fonds « 90-10 » de déléguer la gestion de leur composante solidaire.

Le courant de la finance à impact met en avant les retombées socio-environnementales positives engendrées par l'action des financeurs, ceux-ci étant les initiateurs de ces impacts positifs. Il souligne également l'importance de l'évaluation des effets bénéfiques issus des investissements. En conséquence, les attributs caractéristiques des fonds d'investissement solidaires coïncident avec la conception de la finance à impact, laquelle se définit comme des « investissements réalisés dans l'intention de générer un impact social et environnemental positif et mesurable, parallèlement à un rendement financier » (GIIN, 2020, p. 61).

² L'agrément est créé en 2001, puis redéfini en 2014 dans le cadre de la loi sur l'Economie Sociale et Solidaire (ESS). L'agrément oblige les entreprises à suivre une politique particulière de rémunération des salariés, à une modification des statuts et à un respect des articles 1 et 2 de la loi de 2014 sur l'ESS.

Les fonds solidaires étudiés mettent en avant les retombées qu'ils ont engendrées ainsi que leur stratégie de création d'impact, mêlant les effets positifs (négatifs) qu'ils ont contribué à engendrer (réduire) par le biais de leurs investissements dans des entreprises cotées – même si cela ne relève pas de leur vocation première – avec les impacts des entreprises explicitement orientées vers la génération d'effets bénéfiques (les entreprises solidaires). Cet article met en lumière une des formes que prend la finance à impact en France, ici les fonds d'investissement solidaires, et fournit une contribution concrète à la recherche sur l'« *impact investing* » (A. Agrawal et K. Hockerts, 2021 ; J.E. Clarkin et C.L. Cangioni, 2016 ; A.K. Höchstädter et B. Scheck, 2015), et apporte des éléments de réponse à la question cruciale : quel arbitrage entre la performance financière et la création d'impact ? Dès 2009, un rapport précurseur faisait apparaître ce problème au cœur de la finance à impact et qualifiait certaines pratiques de « *finance first* » et d'autres d'« *impact first* » (J. Freireich et K. Fulton, 2009).

Pour répondre à cette question, cet article propose un éclairage sur les pratiques d'une société de gestion française en se focalisant sur deux aspects : la sélection des entreprises et l'enjeu des critères d'évaluation à partir des données extra-financières. L'étude porte sur deux types de fonds, un fonds solidaire « 90-10 » et un fonds solidaire spécialisé dit « *FPS solidaire* ». Le premier est un fonds dont la finalité est d'offrir un rendement proche de celui du marché, de créer un impact substantiel, tout en évitant de financer des entreprises néfastes à l'environnement et à la société. La différence avec un fonds conventionnel réside dans la forte réduction de l'univers d'investissement, due principalement aux critères extra-financiers et à sa stratégie de sélection. Ainsi que sur des critères financiers particuliers, comme des critères de taille, de situation géographique, et de rythme de croissance. Ce fonds peut être qualifié de « *finance first* » (J. Freireich et K. Fulton, 2009), c'est-à-dire qu'il priorise la performance financière avec une création minimale d'impact.

Le deuxième fonds vise à financer une variété d'entreprises solidaires *via* divers outils de financements, il ne finance aucune entreprise cotée. Il diversifie les poches solidaires des fonds « 90-10 » en investissant dans une multitude d'entreprises solidaires. Il se distingue dans le processus de sélection des entreprises, dans lequel le « modèle d'impact » ainsi que la gouvernance sont analysés au même titre que le modèle économique. Ce fonds peut être dit « *impact first* », il maximise la création d'impact en créant une performance financière minimale.

La section 1 pose le cadre d'analyse autour de la finance à impact et de la finance solidaire. La section 2 présente les données et détaille la méthodologie utilisée pour les collecter et les analyser. La section 3 présente les résultats issus de l'étude de cas. Enfin la section 4 conclut.

1. CADRE THÉORIQUE

De la finance solidaire à la finance à impact

La littérature traitant de la finance solidaire offre une compréhension sur les acteurs de terrain (P. Château-Terrisse et E. Dubocage, 2022), c'est à dire sur ceux captant les capitaux et les utilisant soit pour leur propre activité (construction de logements sociaux, réinsertion, lutte contre l'exclusion, environnement et énergie verte...) soit pour les réallouer à d'autres activités dans une mission de capital-risque (P.

Château-Terrisse, 2012 ; P. Château-Terrisse et M. Jougleux, 2011). Par exemple, Artis (2011) souligne le manque d'accès au crédit inhérent aux entreprises solidaires et continue les travaux de Vallat (2000 ; 1999) en mettant en lumière le soutien à l'activité économique de la finance solidaire au-delà des financements de populations exclues. Les fonds d'investissement solidaires sont, cependant, un point aveugle de la littérature sur la finance solidaire, dû à leur faible importance dans le début des années 2000 et 2010³.

Enfin, le lien entre finance solidaire et finance à impact ne s'est fait que récemment⁴. Pour trouver un cadre d'analyse, nous nous tournons logiquement vers la finance à impact, celle-ci étant donnée sa définition large peut renvoyer à des pratiques très diverses. Mais comme le souligne Hellman (2020), la finance à impact survient dans le domaine de la finance institutionnelle et prend généralement la forme de fonds d'investissement, gérés par des professionnels. Ces derniers ayant tous les outils pour créer de l'impact : *via* l'engagement actionnarial, l'allocation du capital à des entreprises particulières, ou indirectement en retirant de leur portefeuille celles qui ne conviennent pas (J.F. Kölbel *et al.*, 2020). En France, la finance à impact se réfère donc à des fonds d'investissement divers mais respectant des méthodes particulières (FIR et France Invest, 2020). En l'occurrence certains fonds solidaires sont de bons exemples de fonds à impact.

La finance à impact : une approche critique

La finance à impact émerge dans un contexte particulier dans lequel plusieurs tendances convergent (E. Chiapello et L. Knoll, 2020), favorisant ainsi son développement. Tout d'abord la financiarisation de nos économies dans lesquelles les acteurs financiers prennent une place grandissante (Greta.R. Krippner, 2005). De même, les techniques et méthodes de calcul « financiarisées » sont utilisées dans des domaines nouveaux comme les politiques publiques (E. Chiapello, 2017, 2020). Puis la dynamique de changement dans le fonctionnement des organisations publiques, visant principalement à tirer de plus en plus parti des mécanismes de marchés et des acteurs privés (E. Chiapello et L. Knoll, 2020), tout en introduisant de nouvelles méthodes d'évaluation liées à l'extension de la logique managériale, tel que le New Public Management, phénomène que subissent également les structures associatives.(L. Gardin, F. Jany-Catrice et S. Pinaud, 2017). Afin de combler le désengagement de l'Etat, ces tendances favorisent l'émergence d'entreprises sociales, et leur financement ainsi que leur évaluation par des acteurs privés.

Outre les conditions d'émergence de la finance à impact, il est important de noter que l'infrastructure d'évaluation et de valorisation, initialement conçue pour mesurer les impacts, provient de la finance conventionnelle (E. Barman, 2015 ; E. Chiapello, 2015). Des référentiels tels que l'Impact Reporting Investing Standard (IRIS) créé par JP Morgan et Crédit Suisse pour comparer les impacts entre eux, ou le Global Impact

³ Les fonds solidaires représentaient 470 millions d'euros d'actifs sous gestion en 2005, 2,2 milliards d'euros en 2011, mais près de 18 milliards d'euros en 2022 (FAIR, 2023).

⁴ En 2021, la fusion entre l'association Finansol, faisant la promotion de la finance solidaire, avec l'iiLab, laboratoire d'innovation sur la finance à impact donne naissance à l'association FAIR. Cette dernière fait dorénavant la promotion de la «finance à impact social» < <https://www.finance-fair.org/fr/actualites/finansol-et-liilab-fusionnent-pour-creer-fair-le-collectif-des-acteurs-de-la-finance> > (Accès Septembre 2023).

Investing Reporting System (GIIRS) pour noter les entreprises et fournir un système de notation, ont structuré le marché de la finance à impact et fourni les bases de son développement (E. Barman, 2015).

Ces « dispositifs de jugement » (E. Barman, 2015) sont façonnés par la priorisation des intérêts des investisseurs pour rendre l'impact calculable et répondre à l'incertitude quant à lui. Mais aussi pour ne pas faire l'économie d'une valeur supplémentaire, la faisant plutôt apparaître aux yeux des actionnaires comme un régime de valeur supplémentaire en plus de la valeur financière (E. Barman, 2015, 2016). La preuve de l'impact est nécessaire pour légitimer l'engagement des investisseurs – surtout pour les acteurs *finance first* – et l'est moins pour ceux n'ayant que peu à prouver. Cela crée une tension constante entre une vision philanthropique et une vision classant l'impact comme un actif parmi d'autres (K. Birch et F. Muniesa, 2020 ; T. Bourgeron, 2020), cette dernière considérant l'impact comme un objet d'investissement (K. Birch et F. Muniesa, 2020 ; E. Chiapello, 2020 ; F. Muniesa *et al.*, 2017).

Enfin, dans notre contexte, plusieurs notions coexistent, le solidaire et l'impact. Confrontés au risque de *greenwashing*, et plus récemment à celui d' « *impact washing* », le problème des acteurs financiers est exacerbé par le manque de cadre commun et par le flou des concepts (E. Barman, 2020). Les fonds solidaires ouverts au public ont besoin de preuves d'impact pour se légitimer en tant que tels, tandis que d'autres, bien qu'ils se déclarent axés sur l'impact, demeurent ancrés dans des pratiques solidaires.

2. MÉTHODOLOGIE

2.1 Choix de l'objet d'étude

Selon l'association FAIR, les encours des fonds d'investissement solidaires français étaient estimés à 18 milliards d'euros en 2022. Cette somme est en nette progression car elle ne représentait que 470 millions d'euros au début des années 2000. Il existe aujourd'hui une vingtaine de gestionnaires de fonds solidaires en France. Les fonds les plus importants sont ceux qui sont rattachés à des groupes bancaires : Natixis, Amundi, BNP Paribas, Crédit Mutuel...

Pour cette étude de cas unique, nous avons fait le choix d'une société de gestion qui a diversifié ses activités à l'investissement durable, i.e. qui cherche à contribuer au développement durable en intégrant des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) à long terme (T. Busch, R. Bauer et M. Orlitzky, 2016, p. 305). Elle gère cette épargne à travers deux types de fonds solidaires caractéristiques de la finance solidaire, des fonds « 90-10 » et des fonds spécialisés dits « FPS solidaires ».

Le premier fonds étudié est l'un des plus grands fonds solidaires en termes d'encours et l'un des plus anciens. Il a attiré notre attention par sa composition, sa stratégie d'investissement responsable et sa communication extra-financière développée.

Le second est également l'un des premiers de sa catégorie et l'un des plus importants parmi les fonds spécialisés solidaires existants. Il est nécessaire de s'y intéresser car c'est de sa composition et de sa stratégie d'investissement que dépendent une multitude d'autres fonds solidaires. Enfin les deux fonds d'investissement sont les principaux fonds structurant la stratégie solidaire de la société de gestion.

Pour des raisons de confidentialité des données, les noms des personnes interrogées ont été anonymisés ainsi que le nom de la société de gestion, ici nommée société de gestion « X ».

2.2 Présentation des fonds d'investissement

Lors des entretiens, nos discussions ont porté sur le fonds « 90-10 » (dorénavant « fonds A »), produit phare de la gestion solidaire, distribué à une multitude d'autres fonds solidaires, à des investisseurs institutionnels et à des particuliers. Ainsi que sur le fonds spécialisé solidaire (dorénavant « fonds B »), produit central de toute la gestion solidaire puisqu'il concentre majoritairement les actifs solidaires et a pour mission de constituer tout ou partie de la poche solidaire d'autres fonds solidaires du gérant et de gérants externes et celle du fonds « A ».

Fonds « A »	Fonds « B »
<ul style="list-style-type: none">● Fonds ouvert à tous types de clientèles (investisseurs institutionnels, particuliers, autres fonds « 90-10 » ...)● Composé de 90 à 95% d'actifs cotés● Les actifs cotés sont sélectionnés sur des critères ESG● Composé de 5 à 10% d'actif solidaires non cotés● Objectif : viser une performance élevée	<ul style="list-style-type: none">● Composé à 70-75% d'actifs solidaires non cotés● Composé de fonds monétaires pour le reste● Il a comme clients le fonds A et d'autres fonds solidaires « 90-10 » et des contrats d'assurance-vie solidaires● Pas d'objectif de performance

Pour le fonds A, la partie « 90 » est composée d'actifs d'organisations cotées mais voit son univers d'investissement restreint. Pour la poche solidaire « 10 » du fonds, celle-ci est composée de titres directement émis par des entreprises solidaires et de parts du fonds B.

Pour sa poche solidaire, le fonds « A » combine un investissement direct dans des entreprises solidaires (ESUS) ainsi que l'achat de parts du fonds B. Le fonds B investit quasi exclusivement dans des entreprises solidaires, majoritairement en apport en capital, il utilise des outils de financements comme des titres participatifs et associatifs, des obligations, des billets à ordre.

La société de gestion « X » a été sélectionnée pour son importance dans la finance solidaire (taille et ancienneté des fonds) ainsi que pour sa démarche innovante. En effet, l'inclusion de critères ESG n'est pas un prérequis pour qualifier des fonds solidaires.

2.3 La collecte des données

Notre matériau est composé de quatre entretiens semi-directifs menés avec l'équipe chargée de l'investissement solidaire de la société de gestion « X », cette équipe est constituée de deux analystes et deux gérants de fonds dont l'un est le responsable de l'équipe. Ils ont été menés à distance (*via* un logiciel de visioconférence permettant l'enregistrement de la vidéo) au mois de mars 2023 et ont duré en moyenne 1h40. Ces

entretiens semi-directifs ont été réalisés grâce à un guide d'entretien portant sur trois grandes thématiques : le processus de sélection des entreprises, la gestion des risques et la prise en compte des données extra-financières (voir guide d'entretien en annexe).

Parmi les personnes interrogées, on compte :

- Le responsable de la finance à impact social, qui est également gérant du fonds « A »;
- Le gérant du fonds « B » ;
- Un analyste financier chargé de l'analyse des titres cotés et non cotés ;
- Un analyste extra-financier chargé de la sélection des titres sur des critères ESG ainsi que du traitement et de l'analyse des données extra-financières.

Les deux gérants ont une expérience de plus de 20 ans dans le secteur financier notamment dans l'Investissement Socialement Responsable et dans la finance solidaire. Les deux analystes ont une expérience d'environ 5 ans dans leur domaine.

2.4 Traitement des données

L'analyse des entretiens a commencé par la retranscription des enregistrements vidéo, puis leur codage au moyen du logiciel Nvivo. Grâce au matériau traité et analysé, nous apportons des éléments explicatifs : éléments narratifs, tableaux... Afin de voir les différentes de stratégies de création d'impact les fonds « A » et « B », sur deux points : sélection des entreprises et traitement des données extra-financières.

3. RÉSULTATS

3.1 Le processus de sélection des titres dans les fonds solidaires

3.1.1 – De l'intégration des critères extra-financiers au processus d'allocation du fonds « A »

3.1.1.1 – *Des stratégies responsables multiples*

Pour maximiser son impact, le fonds « A » multiplie les stratégies responsables (Eurosif, 2012). Une analyse puis une sélection extra-financière sont préalablement menées, réduisant considérablement l'univers d'investissement. Une fois l'investissement réalisé, le fonds mène une politique d'engagement actionnarial pour garantir et améliorer la création d'impact des entreprises en portefeuille.

Tout d'abord, des analystes extra-financiers classent les titres en fonction de leur contribution aux Objectifs de Développement Durable (ODD) selon la répartition suivante : impact négatif, négligeable, faiblement, moyennement, et fortement positif. C'est la stratégie de « l'intégration », l'analyse ESG est pleinement intégrée dans le processus d'investissement. Puis, tous les titres les moins bien notés (impact négatif et négligeable) sont exclus des possibilités d'achats du fonds « A ». Dans le même temps, dans le cadre des ODD, le fonds « A » s'aligne sur une trajectoire 2°C et donc sur une limitation des investissements polluants. Cette sélection alignée sur des standards internationaux est qualifiée de « *norm-based screening* ». L'intégration de critères ESG dans l'analyse et l'exclusion des entreprises les moins « performantes » sur le plan ESG ainsi que l'exclusion de certains secteurs forment une troisième stratégie, celle de l'exclusion.

« C'est valable pour tous les fonds [de la société de gestion], toutes les entreprises qui entrent en portefeuille ont été préalablement analysées par les analystes extra-financiers et donc toutes les entreprises qui sont en portefeuille sont identifiées comme ayant une contribution positive sur l'un des ODD » - Analyste extra-financier

Enfin, un analyste est chargé de vérifier si les entreprises restantes respectent le thème du fonds (thème « Emploi ») en plus des autres stratégies, le fonds s'est fixé une thématique sociale. Le fonds investit dans des entreprises créant de l'emploi et pouvant fournir des données passées sur leurs créations d'emplois.

« Là où on a un problème c'est plus en amont c'est de trouver les sociétés qui jouent le jeu pour nous donner accès dans le temps à leurs données sur l'emploi en France » - Gérant du fonds A.

Après l'investissement, un processus d'engagement actionnarial s'installe avec les entreprises en portefeuille pour les sensibiliser sur la démarche du fonds et les interroger sur les points qui soulèvent l'attention de l'équipe. En tant qu'actionnaire, la société de gestion prône la transparence des « données sociales », la formation et l'emploi, la répartition et le partage de la valeur (comme *via* l'association de la rémunération des dirigeants à des objectifs responsables et la proposition de résolutions allant dans ce sens).

« C'est une bonne façon d'avoir de l'info et de comprendre les ambitions des entreprises [...]. Et en fait, en fonction de la structure de l'échange, tu peux quand même apprendre beaucoup de choses [...]. Ce qu'on a voulu faire avec le fonds c'est de parler aussi aux entreprises pour entre guillemets « sensibiliser » à notre démarche. » - Analyste extra-financier

Une fois que les analyses et filtres ESG sont terminés, les entreprises sont envoyées au fur et à mesure à l'analyste financier et au gérant qui décident des valeurs à acheter.

« Après une fois qu'on a analysé ces critères-là [filtre ESG et filtre thématique, ndlr] c'est vraiment à l'analyste financier de savoir si financièrement c'est rentable, si c'est profitable. » - Analyste extra-financier

En résumé, le fonds a une stratégie d'impact qui vise à réduire, le plus possible, les externalités négatives tout en maximisant la teneur en entreprises contribuant favorablement à certains standards internationaux ainsi qu'à la création d'emplois.

3.1.1.2 – Une sélection financière particulière en accord avec la stratégie ESG

Nous avons vu que le choix des entreprises est d'abord subordonné à plusieurs filtres et stratégies extra-financières : l'analyse ESG et l'exclusion, l'alignement des investissements sur une trajectoire 2°C et un filtre thématique. Les entreprises cotées restantes sont ensuite analysées d'un point de vue financier.

« Ça va être un échange avec l'extra-fi et d'après moi d'un point vu purement financier c'est vrai que ça va être une analyse financière, je dirais dite « classique » comme on peut le voir sur des fonds qui ne sont du tout solidaires ou pas du tout ISR. » - Analyste financier

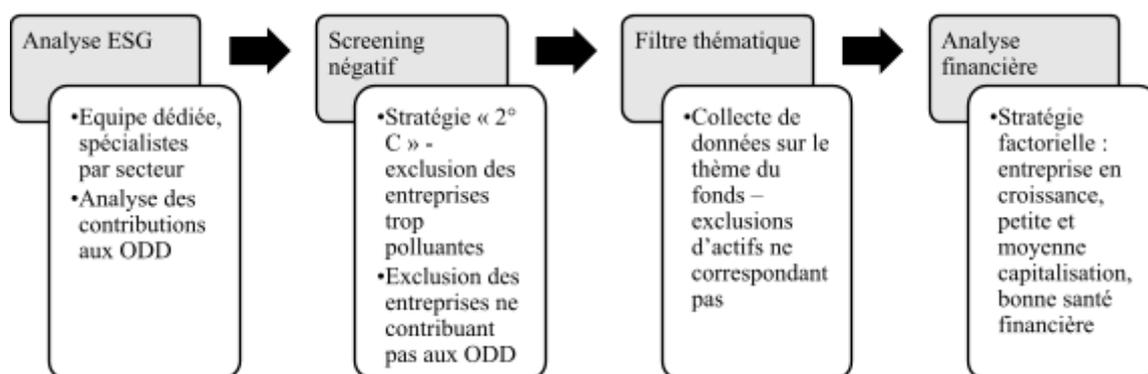


Figure 1: Processus de sélection d'actifs responsables du fonds « A »

Source : Auteur

L'analyse financière et la sélection des titres se font au cas par cas, mais cette sélection comporte des biais. Le premier est la stratégie « croissance » (ou *growth*) qui consiste en la sélection d'entreprises vouées à se développer et donc à apporter de la performance à l'investisseur, contrairement à la stratégie « valeur » (ou *value*) consistant à sélectionner des titres sous-évalués en espérant un gain rapide.

« Parce qu'une entreprise qui est très bien positionnée sur ses objectifs de développement durable selon nous va à long terme créer de la valeur [...] ça va moins être des questions de valorisation où on peut faire un coup tout de suite rapidement mais ça va être vraiment une tendance de long terme, parce que l'extra financier va en fait nourrir notre analyse financière. » – Analyste financier

L'analyse financière se concentre sur le modèle d'affaires et les perspectives de croissance d'entreprises de petites et moyennes capitalisations françaises. Certaines variables sont prises en compte en fonction du modèle d'affaires de l'entreprise, comme le niveau de dépense d'investissement, la croissance des ventes ou des marges, les stratégies futures. Les clients du fonds ayant la performance du marché en référence, le fonds « A » se doit de sélectionner les entreprises en croissance ayant de bonnes performances sur le long terme. Viser la performance du marché par d'autres moyens est l'objectif de ce fonds.

« La promesse de ce fonds, c'est d'avoir des performances en ligne avec les marchés. On ne dit pas qu'on va les dépasser, en ligne c'est déjà pas mal, quelque fois c'est mieux. » - Gérant du fonds A.

Bien qu'ils apportent une performance extra-financière, les titres sont censés performer tout autant que le marché, ce qui peut s'avérer contradictoire.

« L'an dernier les entreprises qui marchaient super bien sur les marchés financiers c'étaient des entreprises qui détruisaient de l'emploi, donc ce qu'on appelle entreprises dites « valeur » donc sous valorisées [...]. C'étaient ces entreprises-là, et les entreprises de matières premières, tout ce que nous n'avons pas dans le fonds. Donc, on était en sous performance par rapport au marché, mais pour autant on a des convictions sur plusieurs années et on défend nos convictions malgré nos sous performances » - Analyste financier

La performance des titres, bien qu'elle soit liée à des indicateurs extra-financiers, est censée être en ligne avec celle du marché. Cette concordance entre financier et extra-financier peut s'avérer difficile voire impossible lorsque ce sont les entreprises exclues du fonds qui enregistrent des performances supérieures. L'objectif est donc de trouver les meilleures entreprises. À cette fin, la stratégie préconisée ne repose pas sur l'achat et la revente de titres sous-évalués selon les fluctuations du marché, mais en misant, à long terme, sur la croissance des entreprises responsables. Cette sélection financière peut se résumer en trois points principaux :

- Une croissance des entreprises assez élevée pour permettre d'avoir des performances plus ou moins similaires de celles de fonds/d'indices proches ;
- La vérification des stratégies des entreprises (permettant la croissance) et des moyens mis en œuvre pour les atteindre ;
- Vérification de la santé financière et vérification des flux de revenus pour soutenir l'activité.

Pour pouvoir concurrencer les fonds ayant une composition proche, le fonds « A » se doit de maximiser la performance financière, en sélectionnant les entreprises restantes les plus prometteuses. Cette stratégie (petites et moyennes entreprises, stratégie « croissance »...) est la plus adaptée pour concilier l'analyse extra-financière préalable, et pour être en concordance avec la partie solidaire⁵. Pour résumer, l'objectif de maximiser la performance financière est d'abord soumis à la stratégie responsable qui vient en premier lieu. Il est donc difficile de le catégoriser « impact first » ou « finance first ». Il est possible pour un fonds d'avoir une démarche d'impact poussée tout en recherchant de la performance financière forte.

⁵ Des entreprises dites « value », qui ne créent pas d'emplois ou qui ne seraient pas en accord avec les ODD, seraient en contradiction avec l'objectif des entreprises solidaires.

3.1.2 – Sélection simultanée sur des critères extra-financiers et financiers : la sélection des entreprises solidaires du fonds « B »

3.1.2.1 – La sélection extra-financière : modèle d'impact et viabilité économique

Pour qu'un fonds spécialisé puisse être utilisé par d'autres fonds solidaires « 90-10 », notamment des fonds d'épargne salariale solidaire, il doit être composé d'au moins 40%⁶ de titres d'Entreprises Solidaires d'Utilité Sociale (ESUS). Dans le cas du fonds « B », ce taux dépasse les 70%.

(1) <i>Sourcing</i>	(2) Comité d'opportunité (<i>Due deal</i> au cas par cas)	(3) Comité de sélection	(4) Avis d'équipes annexes	(5) Implémentation du projet et post-investissement
<ul style="list-style-type: none"> ● Contacts d'entrepreneurs ● Envoi de dossier <i>via</i> le réseau bancaire de la filiale ● Mise en relation lors de rencontres dédiées ● Dossiers apportés par des partenaires 	<ul style="list-style-type: none"> ● Analyse du modèle économique, du modèle d'impact et de la gouvernance ● Capacité de remboursement et solidité des comptes ● Respect des thèmes d'investissement ● Critère solidaire à respecter 	<ul style="list-style-type: none"> ● Discussions et remise en cause des hypothèses de l'entrepreneur 	<ul style="list-style-type: none"> ● Avis conformité du département des risques ● Avis ESG 	<ul style="list-style-type: none"> ● Concrétisation de l'investissement ● Signature de convention de liquidité avec certains acteurs ● Gestion des risques du fonds

Figure 2: Processus de sélection des actifs solidaires dans le fonds « B »

Source : Auteur

L'analyse des entreprises solidaires du fonds « B » se fait sur le modèle économique, la gouvernance et le « modèle d'impact » ce dernier relevant de la nature de l'utilité sociale des entreprises. Pour le gestionnaire du fonds, l'analyse de ces trois éléments ne se fait pas de façon cloisonnée. Le modèle économique est déterminé par le modèle d'impact (réinsertion, économie circulaire, logement social, lutte contre l'exclusion...). Le modèle économique fait vivre les modèles d'impact et ces derniers sont pérennisés par la gouvernance :

« Je ne te cache pas qu'analyser un modèle d'impact, on doit en même temps analyser le modèle économique... ça s'emboîte l'un dans l'autre. Puis plus loin : mon modèle d'impact agit favorablement sur le modèle économique, mon modèle économique va être appuyé par ma gouvernance si c'est appuyé par ma gouvernance ça renforce le modèle d'impact etc. Il y a une espèce de circularité ». – Gérant du fonds B

⁶ Voir Art. 19 de la Loi n° 2001-152 du 19 février 2001 sur l'épargne salariale. Les articles 16,19 et 22 de cette même loi introduisent l'option solidaire dans l'épargne salariale. Quant à l'agrément « entreprise solidaire » (ESUS), il est défini aujourd'hui par l'Article L3332-17-1 du code du travail.

Puis les entreprises sont catégorisées en fonction de leur ancienneté et de leur viabilité financière. Le fonds « B » catégorise son actif en 4 typologies d'émetteurs :

- Emetteur solidaire de catégorie A : entreprises solidaires avec plus de 6 ans d'existence et avec une taille de bilan significative et une capacité de souscription (de la part des fonds solidaires) importante ;
- Emetteur solidaire de catégorie B : entreprise solidaire de moins de 3 ans, qui seront peut-être de futures entreprises de catégorie A (possible collecte d'épargne importante et fort développement) et à taille de bilan plus faible ;
- Emetteur de catégorie C : entreprises de l'ESS et investissements à impact;
- Actifs de catégorie D : fonds monétaires et liquidités.

L'objectif du fonds « B » est de trouver quelques émetteurs de type A, c'est à dire peu risqués et résilients, dans lesquels il peut investir de grands montants et avec lesquels il peut signer des conventions de liquidité (l'entreprise solidaire peut racheter ses parts). Afin de minimiser les risques du fonds et en même temps assurer une certaine liquidité de celui-ci. Ces entreprises sont de grandes tailles par rapport aux autres et souvent des acteurs historiques comme France Active ou Habitat et Humanisme. De plus, le fonds permet aux émetteurs B, plus risqués et dont les actifs ne sont pas liquides, de se développer en les accompagnant, en les finançant (capital, quasi-fonds propres, dette) mais en privilégiant des outils permettant la rémunération du preneur de risques pour qu'*in fine* ils puissent devenir des émetteurs de catégorie A.

La création d'impact dans le fonds « B » passe par la sélection des projets, au cas par cas, sur la qualité de l'émetteur, sur sa qualité à rembourser ses dettes et à développer son modèle économique, ainsi que sur la minimisation du risque. La création d'impact se fait donc sous condition de stabilité et de fiabilité économique et de retours financiers faibles mais fiables, tout en minimisant le risque de pertes pour le fonds et ses clients.

3.1.2.2 – Un aspect économique prégnant

Même si les 3 aspects de l'entreprise solidaire sont analysés ensemble, les métriques financières sont particulièrement importantes, les entreprises doivent présenter un business plan sérieux et passer une analyse crédit traditionnelle quand le fonds intervient en financement de dettes :

Il ne s'agit pas de réinventer la roue, si c'est un financement qu'on te demande, tu fais une analyse crédit, donc tu dois caractériser le modèle économique : comment l'entreprise va générer du chiffre d'affaires ? Est-ce que ça génère aussi une marge suffisante ? et est-ce qu'à la fin il y a une capacité d'autofinancement ? [...] Tu vas évaluer la capacité de remboursement de l'entreprise. – Gérant du fonds B

L'analyse financière des entreprises solidaires ressemble donc à une analyse classique et les métriques analysées sont semblables : état du marché et concurrence, plan de financement, compte de résultat et bilan prévisionnel... « *Après les gens ont compris qu'ils devaient présenter un business plan, présenter la structure, se professionnaliser en quelque sorte, mais au début ce n'était pas forcément le cas* ». Et plus globalement, la question « *A quoi va servir l'argent ?* » est centrale, les gérants ne pouvant pas exposer leurs clients au risque de perte en capital :

« Ils [les clients du fonds, ndlr] ne veulent pas se faire avoir deux fois, c'est-à-dire qu'ils ne peuvent jamais gagner 20% mais peuvent perdre 15%. Parce que si tu peux gagner 20% tu te dis OK pour perdre 15%, mais si tu peux gagner 1% et que tu perds 15% c'est asymétrique là. » - Gérant du fonds A à propos du solidaire.

Les investissements dans les entreprises solidaires, étant donné la nature des activités et des statuts des entreprises, rapportent peu mais sont considérés comme risqués. Ce qui va à l'encontre de la théorie financière classique qui veut que les investissements risqués aient des rendements possiblement élevés. Certains produits solidaires ne créent pas de performance financière, d'autres rémunèrent le « preneur de risque », comme des outils de dette ou l'achat de part sociale réévaluable.

« On a fait des titres participatifs⁷ qui permettent de rémunérer le preneur de risque [...] et c'était du tonnerre ils ont réussi à se développer » - Gérant fonds B

En résumé, dans les fonds solidaires, ici dans le fonds « B », les considérations financières sont prégnantes. Ce sont les entreprises avec une taille de bilan conséquente, les entreprises les moins risquées qui vont être privilégiées au préalable. Les autres entreprises plus risquées subissent un contrôle plus poussé et/ou les outils de financement utilisés par le fonds mélangent apport en capital et outils de dette. Ce qui ressort de nos entretiens, c'est que les fonds doivent d'abord être gérés en considérant le risque que les actifs solidaires font peser tant sur les clients du fonds que sur la société de gestion. Des entreprises trop fragiles mettraient en péril la rentabilité du fonds – le risque n'étant pas contrebalancé par une possibilité de gain plus élevé – et des entreprises trop peu matures, avec une taille de bilan trop faible, ne peuvent pas garantir la liquidité de leurs actifs. Ce qui résulte en un financement d'entreprises solidaires, dont les caractéristiques minimisent les risques pour les parties prenantes. Le fonds « B », bien qu'il priorise la création d'impact à travers sa sélection (extra-financière) de titres, cette sélection se confond avec une sélection financière traditionnelle. La Figure 3 ci-dessous illustre ce triple arbitrage « rendement-risque-impact » pour les deux fonds étudiés.

⁷ Les titres participatifs permettent à des coopératives de recevoir des capitaux de la part de personnes ou d'investisseurs n'étant pas associés, avec des rémunérations fixes et variables attractives.

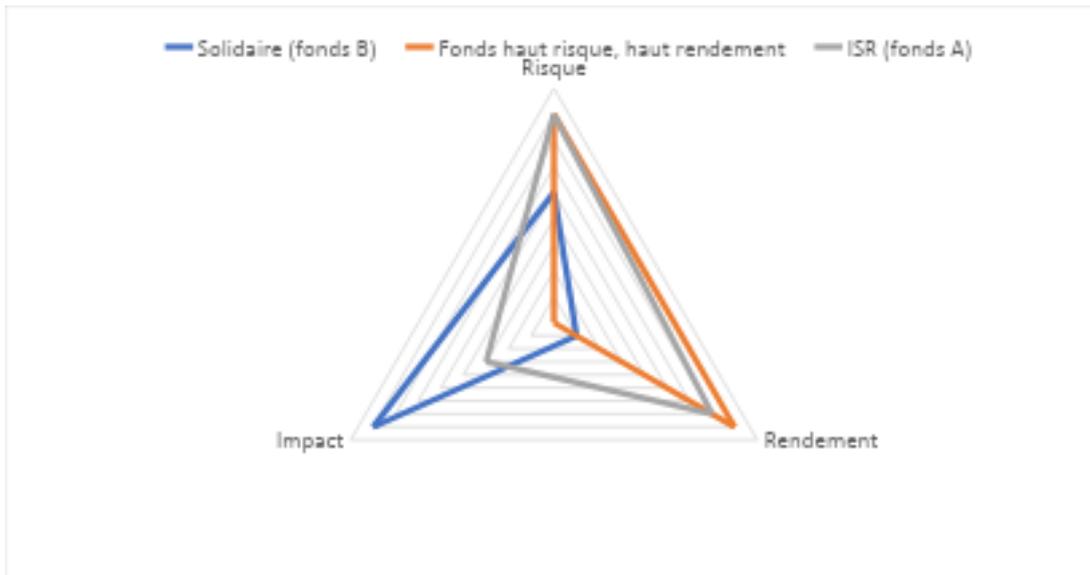


Figure 3: Arbitrage Risque-Rendement-Impact

Source : Auteur, à partir de J.P Morgan (2012)

3.2 La gestion des données extra-financières comme outil de restitution des impacts

3.2.1 Production de données extra-financières dans le fonds « A »

Le fonds « A » se distingue par l'application de méthodes d'analyse des données extra-financières et d'outils de restitution avancés. Le fonds met principalement en valeur sa stratégie thématique : l'emploi et la contribution des investissements aux ODD.

3.2.1.1 Une restitution autour de l'emploi et des ODD

Le rapport d'impact du fonds « A » porte principalement sur sa partie « 90 » donc sur les titres cotés sélectionnés de façon responsable. Son objectif est de mettre en valeur la thématique du fonds, c'est-à-dire la création d'emploi en France et sa sélection particulière.

Pour ce qui est des emplois créés par les entreprises, cette donnée est pondérée par le poids du titre dans le portefeuille et par sa présence au prorata dans le fonds durant l'année. « Comparé au CAC, si tu avais 100 employés dans le CAC en 2014 t'en as 102 aujourd'hui, alors que t'en as 130 chez nous ». C'est-à-dire que l'investisseur a contribué à créer 30% d'emploi entre 2014 et 2021 dans les entreprises du fonds, quand les investisseurs des entreprises du CAC40 n'en auraient créé que 2%.

Les données sont directement envoyées par les entreprises du fonds car ce n'est pas une donnée habituellement suivie par le marché, et l'équipe chargée du fonds enquête et questionne les entreprises sur leur politique emploi (formation, redistribution de la valeur...).

« On regarde des choses qui auparavant n'étaient pas regardées par les analystes financiers [...] et qui ne sont pas publiées de façon obligatoire, donc ça va être aussi

beaucoup d'échanges avec les entreprises pour comprendre ce qu'il y a derrière...» - Analyste financier.

Pour ce qui est des contributions aux ODD, le fonds communique sur la part des investissements qui contribue aux ODD. Les entreprises ayant un impact négatif ou neutre vis-à-vis des ODD n'étant pas présentes dans le fonds. Cette contribution reflète la note finale attribuée par l'équipe ESG à un émetteur. Les ODD sont classés dans plusieurs thématiques⁸ dans lesquelles les entreprises réparties, par exemple « 40% des entreprises contribuent positivement aux thèmes « Climat », donc aux ODD n°9 et 13 – 30% des entreprises contribuent au thème « Ressources » et donc à l'ODD n°12 » etc.

« Je vais valider les expositions aux thématiques, par exemple une entreprise de panneaux solaires, je vais valider le thème « climat », potentiellement, le thème « écosystème », et admettons qu'il y a énormément d'emplois de qualité et bien je vais valider « travail décent ». [...] Il y a toujours une notion d'impact positif et c'est là où on va l'identifier ici, ou d'impact neutre c'est-à-dire qu'on n'est pas capable d'identifier et surtout on n'est pas capable d'objectiver cette contribution. » - Analyste extra-financier

Le rapport met également en lumière le fait que la performance financière du fonds est supérieure à celle de son indice de référence. De plus, les entreprises qui ont les meilleures performances sont celles qui créent le plus d'emplois, cela montre que sur le long terme la stratégie du fonds n'est pas un problème.

« On reste au-dessus du marché parce que justement ces entreprises qui répondent aux ODD sont peut-être celles qui seront les gagnantes à long terme. » - Analyste financier

L'objectif est donc également de démontrer aux clients du fonds que la démarche ESG est financièrement efficace et qu'il est donc possible de créer des impacts concrets et prouvables, tout en dégageant une performance financière notable.

3.2.1.2 Une démarche de restitution complexe et limitée

La limite d'un fonds cumulant plusieurs stratégies responsables réside dans la difficulté de rendre compte de leurs effets. De plus, cela force l'équipe chargée du fonds « A » à créer leurs propres outils de restitution des données extra-financières. Comme le souligne le responsable « *le risque principal c'est que les gens ne comprennent pas ce qu'on fait* ».

Comme nous l'avons vu plus haut, la société de gestion crée ses propres outils de restitution des impacts et sa propre méthodologie d'évaluation extra-financière. En particulier l'outil visant à évaluer le nombre d'emplois créés par le portefeuille. L'objectif est ici d'avoir une méthodologie robuste pour ne pas s'attribuer trop d'effets positifs créés par les entreprises en portefeuille : « *Ce qu'on veut éviter c'est de surestimer l'impact emploi et donc d'être considéré comme faisant du social washing* ». Les analystes et gérants ont bien conscience qu'il est très difficile pour un investisseur de s'approprier les impacts des entreprises, ils doivent donc pondérer au mieux ces impacts. Nous verrons dans la partie 3.2.2 la question de l'attribution plus en détail.

⁸ Climat ; écosystème ; ressources ; accès aux besoins fondamentaux ; éducation, santé et justice sociale, travail décent et intégration sociale.

De plus, la donnée « emploi » n'est pas un référentiel d'impact universellement partagé, bien au contraire.

« Les vagues de licenciement dont je parlais tout à l'heure aux États-Unis, je me disais, mais s'ils licencient c'est qu'il y a une raison, c'est que ça va mal ? [...] en fait 3 jours après les cours de bourse ont flambé [...] il y a quand même une décorrélation entre l'impact social et l'impact financier. » - Analyste extra-financier

Trouver une donnée pour comparer les entreprises est complexe, les données extra-financières sont difficilement transposables entre les secteurs d'activités.

« On est vraiment aux balbutiements de l'analyse des enjeux sociaux [...]. Comparer la politique sociale d'une entreprise à une autre... parce qu'en fonction de sa taille, de son secteur, de sa géographie, de la réglementation, la pertinence des sujets ne sera pas forcément la même [...] on n'a pas encore la capacité de comparer les entreprises les unes avec les autres... » - Analyste extra-financier

En clair, même pour un fonds dont la diversification reste limitée, il n'y a pas de référentiel commun.

Une autre limite de la démarche extra-financière réside dans la transparence et la divulgation (*disclosure*) des données extra-financières. Ce sont les entreprises de grande taille, financièrement performantes qui communiquent le mieux sur leurs performances extra-financières (A. Jeanne, S. Demaria et S. Rigot, 2023). En effet, celles-ci peuvent mettre en avant, lors des entretiens avec les analystes et gérants, des personnes qualifiées dont le discours sera aligné sur les attentes du fonds d'investissement :

« Plus les entreprises sont grosses et ont de la ressource, au mieux elles vont communiquer et plus elles vont avoir un discours qui va vraiment être en ligne avec ce que t'attends, parce qu'elles ont le temps de policer leur discours, donc il faut toujours avoir un recul là-dessus, il faut toujours être conscient qu'il faut prendre avec des pincettes, il faut toujours vérifier après ce qu'on t'a dit, recouper les sources etc. » - Analyste extra-financier

Enfin, les méthodes de restitution des informations non financières des fonds solidaires, notamment pour le fonds «A», ne rentrent pas dans les cases actuellement pensées dans la finance à impact, c'est-à-dire les méthodes quantitative et qualitative. La première est censée reposer sur l'utilisation d'un contrefactuel pour mesurer l'écart avec la situation obtenue une fois l'investissement réalisé (L. Gardin, F. Jany-Catrice et S. Pinaud, 2017, p. 373 ; A. Jatteau, 2013). La seconde doit justifier la causalité attendue ou observée entre l'investissement effectué et l'impact réalisé (D.-L. Arjaliès *et al.*, 2020) *via* un raisonnement théorique. Mais, à sa façon, la restitution des impacts *via* la contribution aux ODD (référentiel commun), *via* des indicateurs d'emplois (référentiel original) forment une méthode quantitative innovante, et la mise en avant d'entreprises avec des témoignages constitue leur méthode qualitative. Dans une certaine mesure, bien que la stratégie du fonds « A » soit complexe, l'équipe qui en a la charge construit des rapports d'impact particuliers et hors des cadres des méthodes visant à prouver l'impact.

3.2.2 La restitution de l'extra-financier dans le fonds « B »

3.2.2.1 – Reporting de données simplifiées : la spécificité du solidaire

Les données d'impact sont mises en avant mais de façon simple, la présence d'entreprises ayant l'agrément « entreprise solidaire », suffit à prouver d'un certain impact.

« Une promesse d'impact qui est portée par des entrepreneurs solidaires, qui s'engagent à respecter un mode d'entreprendre qui est extrêmement clair et cadré par l'état, il n'y a pas d'ambiguïté là-dessus. » - Gérant fonds B

Bien que les entreprises soient très bien placées dans le « spectre de l'utilité sociale » (A. Artis, 2017), les fonds n'ont pas besoin de mettre en place des évaluations d'impact poussées, par exemple grâce à l'utilisation d'un vérificateur externe, via la mobilisation de concepts comme celle de la théorie du changement, ou en mobilisant des études de terrain. La loi de 2014 sur l'ESS ainsi que l'agrément « entreprise solidaire » sont considérés comme des dispositifs assez puissants pour faire comprendre aux clients du fonds que ce dernier est créateur d'un fort impact.

« ...la notion de solidaire, le fait qu'elle renvoie à un mode d'entreprendre qui est cadré par la loi qui s'inscrit dans une comptabilité et des modèles juridiques, est beaucoup plus fort [que la notion d'impact, ndlr]. » - Gérant fonds B

Les clients du fonds sont conscients des risques et savent qu'ils s'engagent à investir dans des entreprises solidaires, sans rendement conséquent mais en échange d'une création d'impact.

« Dès lors que c'est clair, et qu'on minimise les risques de dévoiement, les gens sont prêts à dire « bon ok vous payez que 2% mais enfin je sais que ça va faire de l'impact. » » Gérant du fonds B

Ces données extra-financières sont principalement celles des grandes entreprises solidaires (représentant une plus grande part du portefeuille) ayant les moyens et les compétences pour calculer leurs impacts. La pluralité des thèmes d'investissement rend difficile l'agrégation de ces données d'impact : *« une foncière ne s'appréhende pas comme tu vas appréhender [...] une entreprise d'insertion voilà elles sont toutes dans le solidaire mais chacune à sa singularité en termes d'impact et ont leur singularité économique »*. Il est donc nécessaire d'utiliser des indicateurs simples et pouvant parler aux investisseurs en montrant que leur investissement a été correctement utilisé :

« Les gens je leur dis [...] je reprends le cas de l'entreprise X « vous avez prêté à la structure à 5% avec ce financement l'entreprise a pu acheter tant de volume de café, le volume a été payé par rapport au marché 2 à 3 fois plus cher, ce qui a permis à tant d'agriculteurs de vivre décemment de leur travail et de faire du bio » » - Gérant du fonds B.

Les indicateurs retenus sont donc des indicateurs simples, représentant la production des entreprises solidaires en portefeuille, en fonction des thématiques⁹ : le nombre d'emplois, le nombre de logements produits, le montant d'hectares en agriculture durable, le nombre de microcrédits (liste non exhaustive).

⁹ Emploi, logement, environnement et solidarité internationale

Pour conclure, le fonds «B » met en avant des données agrégées concrètes et explicites pour les clients et met en avant les entreprises du portefeuille en présentant leur mission et *via* des témoignages. Contrairement aux préconisations ayant lieu dans le secteur de la finance à impact (Finance for Tomorrow, 2021), il n’y a pas de méthodologie apparente pour la restitution des impacts ou de référentiel, comme les ODD contrairement au reporting du fonds « A ».

Il y a bien une différence entre impact et solidarité dans les pratiques de financement et dans la restitution extra-financière, comme l’explique l’un des gérants : *« ça veut dire quoi solidaire ? Solidaire ça veut dire qu’il y a un lien... l’impact tu peux faire de l’impact sans faire de lien »*. Les clients savent ce que c’est que d’investir dans un fonds solidaire, mais veulent de « belles histoires » plutôt qu’une méthodologie de calcul d’impact robuste. Ils ont bien plus d’attentes sur les titres responsables des fonds « 90-10 », les risques de réputation et de pertes sont plus présents pour les titres cotés.

3.2.2.2 – *Le problème de l’attribution des impacts au financeur*

Bien que les fonds rendent compte des impacts qui sont créés par les entreprises dans des rapports dédiés, ils ne prouvent pas cet effet positif, lequel est difficilement attribuable.

« Les impacts sont tellement forts qu’on n’a même pas besoin d’insister dessus beaucoup (sur la partie solidaire) alors que sur les actions (la partie « 90 », ndlr) on peut être attaqué pour greenwashing ou social washing » - Gestionnaire du fonds « A »

Ainsi pour la partie solidaire, les impacts se résument à des indicateurs plus simples mais peu attaquables : *« Ce qui plaît à nos clients c’est de savoir à quoi a servi leur argent et est-ce qu’on est capable de dire si ça a créé tant de logements, tant d’emplois »* - Gérant du fonds B.

Dans le fonds « A », il est nécessaire de beaucoup communiquer sur les méthodes et référentiels utilisés ainsi que sur les impacts créés, bien que ces derniers soient difficilement attribuables. Dans le fonds « B », les indicateurs et les méthodologies sont bien plus simples et moins transparentes mais les impacts créés, bien que peu attribuables, sont moins attaquables du fait de la composition du fonds.

L’une des caractéristiques de la finance à impact est l’« additionnalité », elle équivaut à la différence que fait l’investissement pour l’entreprise, censé créer plus de « valeur sociale » que s’il n’avait pas été réalisé ou alors réalisé par un financier traditionnel ((IFC) International Finance Corporation, 2019, p. 8-14). Pour le financeur, l’additionnalité peut s’illustrer dans la prise de risques que d’autres ne prennent pas, elle peut résulter à des investissements peu liquides, elle peut comprendre un risque disproportionné par rapport au rendement (P. Brest et K. Born, 2013 ; P. Brest, R. Gilson et M. Wolfson, 2018 ; (IFC) International Finance Corporation, 2019). Mais il est difficile de juger cet effet bénéfique sur l’entreprise, bien qu’il existe. Ce problème de l’attribution dans les effets positifs est bien présent chez les employés de l’équipe chargée du solidaire :

« Comment reporter sur cet impact social ou environnemental ? Sur le solidaire on peut dire il y a un plan de financement d’un million, ça a permis de créer 20 emplois,

on a mis 100 000€ donc on peut se dire qu'on a 10% de ces 20 emplois, mais en fait oui et non, parce que si on a aidé à monter cette structure au tout début, [...] est-ce qu'on n'a pas plus aidé à ce moment-là qu'en arrivant à la fin ? » – Analyste financier

Vraisemblablement, les fonds solidaires s'attribuent les impacts à cause de leur implication dans le financement d'entreprises et d'individus aux projets solidaires qui sont en général exclus du système de financement traditionnel (D. Vallat, 1999, 2003) ou venant en complémentarité de celui-ci (A. Artis, 2015, p. 142). Comme l'explique très bien l'un des gérants et responsable, *« ce sont des entreprises qui sont plus sur le fil du rasoir dans cet équilibre impact social ou impact environnemental et modèle économique que celles qui n'ont pas ces contraintes-là, notamment celles de faire une place à ceux qui sont les plus fragiles et qui sont souvent ceux qui n'ont pas de place dans le modèle classique »*. Ces entreprises ont un modèle économique les rendant instables, elles *internalisent des contraintes sociales et environnementales que leurs concurrents externalisent* (J.-L. Laville, 2016), leur financement public ou dans le cas présent leur financement privé dans des conditions peut être plus favorables que ne l'offrirait le marché conventionnel *n'est pas la séquelle d'une incompétence mais une reconnaissance de leurs objectifs solidaires* (J.-L. Laville, 2016, p. 212).

« Malgré tout ce que tu vois sur le côté financier de notre approche, et bien on est des financiers gentils qui essayons de donner leur chance à tout le monde. Là où le financier classique qui dit « c'est compliqué en plus il y a des gens fragiles et moi je ne suis pas là pour financer les gens fragiles » » - Gérant du fonds A

Dans le solidaire, les financeurs attachent bien plus d'importance aux activités des entreprises financées qu'à leurs effets positifs et aux méthodes utilisées pour les mesurer. Ces effets ne sont pas parfaitement attribuables aux fonds d'investissement, mais chaque année des efforts sont déployés pour les documenter dans des rapports dédiés dans lesquels les indicateurs « historiques » simples de la finance solidaire sont mis en valeur : emplois, logement, microcrédits... À l'inverse, quand il s'agit d'actifs cotés, ici représentant une très grande partie du fonds « A », la communication est bien plus rigoureuse sur les méthodologies utilisées pour mesurer l'impact, et l'accent est mis sur l'impact généré par le fonds d'investissement. L'additionnalité est ici centrale, il est nécessaire de montrer aux clients du fonds la bonne utilité des capitaux.

4. CONCLUSION ET PERSPECTIVE DE RECHERCHE

En conclusion, l'arbitrage performance / création d'impact, dans notre cas, n'en est pas vraiment un. Le fonds « A » qui pourrait paraître *finance first* met en place une démarche d'évaluation originale et utilise des référentiels originaux et d'autres différents de ceux couramment utilisés et la sélection extra-financière intervient avant la sélection financière. Il mène également une politique d'activisme actionnarial et sensibilise les entreprises à ses thématiques. Il est donc difficile de le qualifier de *finance first* même s'il recherche le plus de performance possible. L'accent est mis sur la communication extra-financière, et les impacts générés par le fonds, pour prévenir le risque de *greenwashing*.

Le fonds « B » priorise sa création d'impact mais les entretiens ont révélé un aspect financier prégnant dans la sélection des titres solidaires, en particulier pour se protéger des risques. Instinctivement ce fonds serait catégorisé comme *impact first*, pourtant contrairement au fonds « A », la sélection financière intervient quasiment en même temps que la sélection extra-financière. Ainsi le compromis entre impact et rendement se fait en fonction de la clientèle des fonds d'investissement, de la réglementation, des types d'entreprises financées et de leur liquidité. Pour ce fonds, il n'y a pas de méthode d'évaluation d'impact poussée, ni autant de communication. Le risque de *greenwashing* est inexistant du fait de la composition solidaire, les activités des entreprises financées sont cadrées par des dispositifs légaux.

Ici, plus les fonds communiquent sur leurs impacts, au moins ces derniers sont réellement attribuables aux financeurs. Le premier fonds s'assimile plutôt à un fonds à impact, le second en reprend quelques codes mais s'en éloigne et reste ancré dans des pratiques solidaires.

Pour aller plus loin, nous constatons qu'il y a une dissociation entre la notion d'impact et la notion de solidaire et que celle-ci se concrétise dans les différences entre la communication et les pratiques. Les deux notions cohabitent mais ne se mélangent pas. La notion de solidaire renvoie à des pratiques liées au comportement des financeurs et à des projets entrepreneuriaux cadrés par un dispositif légal. Le financement solidaire implique une redistribution de la valeur, les entreprises qui en bénéficient, profitent d'un coût du capital qui peut s'avérer moindre. La notion de solidaire a pour principe de favoriser un mode d'entreprendre, comme l'explique Artis (2011, p. 67), la finance solidaire rassemble relations financières et lien social, à la différence d'un financement classique elle s'exprime par des relations extra-financières (confiance, accompagnements) avec des financements aux niveaux de risques a priori élevés (ibid. pp. 11). Quant à la finance à impact, elle se concentre sur le rôle du financeur dans la création d'impact et la mesure de celui-ci. Enfin, la distinction n'est peut-être pas à faire entre *impact first* et *finance first*. Mais entre le maintien de pratiques historiques locales, par exemple la finance solidaire en France, et l'immixtion de concepts externes, comme la finance à impact, dans des structures ne les connaissant pas au préalable.

RÉFÉRENCES

- AGRAWAL A., HOCKERTS K. (2021), « Impact investing: review and research agenda », *Journal of Small Business & Entrepreneurship*, 33, n° 2, p. 153-181. <https://doi.org/10.1080/08276331.2018.1551457>
- ARJALIÈS D.-L., BOUCHET V., CRIFO P., MOTTIS N. (2020), « La mesure d'impact et l'Investissement Socialement Responsable (ISR): Un tour d'horizon », dans *Zone frontières et entreprise socialement responsable – Perspective multiple: droit, administration et éthique*, Yvon Blais (Canada) and Mare&Martin (France).
- ARTIS A. (2011), *La finance solidaire : un système de relations de financement.*, Thèse de doctorat en Sciences économiques, Université de Grenoble. <https://www.theses.fr/2011GRENE007>
- ARTIS A. (2013), « Finance solidaire et système financier : une approche historique », *RECMA*, n° 329, p. 65-78.
- ARTIS A. (2015), « Financement des structures de l'ESS et finances solidaires », *Économie sociale et solidaire*, p. 135-165.
- ARTIS A. (2017), « Social and solidarity finance: A conceptual approach », *Research in International Business and Finance*, 39, p. 737-749. doi: 10.1016/j.ribaf.2015.11.011
- BARMAN E. (2015), « Of Principle and Principal: Value Plurality in the Market of Impact Investing », *Valuation Studies*, 3, n° 1, p. 9-44.
- BARMAN E. (2016), *Caring Capitalism: The Meaning and Measure of Social Value*, Cambridge University Press, Cambridge.
- BARMAN E. (2020), « Many a Slip: The Challenge of Impact as Boundary Object in Social Finance », *Historical Social Research / Historische Sozialforschung*, 45, n° 3, p. 31-52.
- BIRCH K., MUNIESA F. (2020), *Assetization: Turning Things into Assets in Technoscientific Capitalism*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts ; London, England.
- BOURGERON T. (2020), « Constructing the Double Circulation of Capital and “Social Impact.” An Ethnographic Study of a French Impact Investment Fund », *Historical Social Research / Historische Sozialforschung*, 45, n° 3, p. 117-139.
- BREST P., BORN K. (2013), « Unpacking the Impact in Impact Investing », *Stanford SOCIAL INNOVATION Review*.
- BREST P., GILSON R., WOLFSON M. (2018), « How Investors Can (and Can't) Create Social Value », *Journal of Corporation Law*, 44, p. 205.
- BUGG-LEVINE A., EMERSON J. (2011), « Impact Investing: Transforming How We Make Money while Making a Difference », *Innovations: Technology, Governance, Globalization*, 6, n° 3, p. 9-18. doi: 10.1162/INOV_a_00077

BUSCH T., BAUER R., ORLITZKY M. (2016), « Sustainable Development and Financial Markets: Old Paths and New Avenues », *Business & Society*, 55, n° 3, p. 303-329.

CHÂTEAU-TERRISSE P. (2012), « Le dispositif de gestion des organisations hybrides, régulateur de logiques institutionnelles hétérogènes ? Le cas du capital-risque solidaire », *Management & Avenir*, 54, n° 4, p. 145-167.

CHÂTEAU-TERRISSE P., DUBOCAGE E. (2022), « Formes d'innovation sociale organisationnelle des fonds de capital-risque solidaire en France », *Innovations*, 68, n° 2, p. 21-51. doi:10.3917/inno.pr2.0127

CHÂTEAU-TERRISSE P., JOUGLEUX M. (2011), « Finance solidaire : caractéristiques et usages d'une grille d'évaluation dans la décision d'investissement », *RECMA*, 322, n° 4, p. 96-114. doi: 10.7202/1020732ar

CHIAPELLO E. (2015), « Financialisation of Valuation », *Human Studies*, 38, n° 1, p. 13-35. <https://doi.org/10.1007/s10746-014-9337-x>

CHIAPELLO E. (2017), « La financiarisation des politiques publiques », *Mondes en développement*, 178, n° 2, p. 23-40. doi: 10.3917/med.178.0023

CHIAPELLO E. (2020), « Financialization as a Socio-technical Process », dans *The Routledge International Handbook of Financialization*, Routledge, London, p. 530. <https://www.taylorfrancis.com/chapters/edit/10.4324/9781315142876-7/financialization-socio-technical-process-eve-chiapello>

CHIAPELLO E., GODEFROY G. (2017), « The Dual Function of Judgment Devices. Why Does the Plurality of Market Classifications Matter? », *Historical Social Research / Historische Sozialforschung*, 42, n° 1 (159), p. 152-188. <http://www.jstor.org/stable/44176028>

CHIAPELLO E., KNOLL L. (2020), « Social Finance and Impact Investing: Governing Welfare in the Era of Financialization », *Historical Social Research*, 45, n° 3, p. 7-30. <https://doi.org/10.12759/hsr.45.2020.3.7-30>

CLARKIN J.E., CANGIONI C.L. (2016), « Impact Investing: A Primer and Review of the Literature », *Entrepreneurship Research Journal*, 6, n° 2, p. 135-173. doi: 10.1515/erj-2014-0011

COMITÉ FRANÇAIS SUR L'INVESTISSEMENT À IMPACT SOCIAL (2014), « Comment et pourquoi favoriser des investissements à impact social ? Innover financièrement pour innover socialement ».

<https://www.vie-publique.fr/rapport/34321-comment-et-pourquoi-favoriser-des-investissements-impact-social-inno>

EUROSIF (2012), « European SRI study », Brussels, Belgium: Eurosif A.I.S.B.L.

FAIR (2022), « Zoom 2022 sur la finance solidaire et à impact social ».

FAIR (2023), « Zoom 2023 sur la finance solidaire ».

FINANCE FOR TOMORROW (2021), « Définition de la finance à impact ».

FIR, FRANCE INVEST (2020), « Investissement à impact - une définition exigeante pour le coté et le non-coté »,.

FREIREICH J., FULTON K. (2009), « Investing for Social and Environmental Impact: A design for catalyzing an emerging industry », Cambridge, MA, Monitor Institute. <https://thegiin.org/research/publication/investing-for-social-and-environmental-impact>

GARDIN L., JANY-CATRICE F., PINAUD S. (2017), « L'économie sociale et solidaire et les formes de son évaluation », dans DEFOURNY J., NYSENS M. (dirs.), *Économie sociale et solidaire: Socioéconomie du 3e secteur*, 1er édition, De Boeck Supérieur (Ouvertures économiques), p. 363-396.

GIIN (2020), « The State of Impact Measurement and Management Practice, Second Edition ». <https://thegiin.org/research/publication/imm-survey-second-edition/>

GUÉRIN I., VALLAT D. (2000), « Très petites entreprises et exclusion bancaire en France : les partenariats associations-banques », *Revue d'économie financière*, 58, n° 3, p. 151-162. doi: 10.3406/ecofi.2000.3488

HELLMAN J. (2020), « Feeling Good and Financing Impact: Affective Judgments as a Tool for Social Investing », *Historical Social Research / Historische Sozialforschung*, 45, n° 3, p. 95-116. <http://www.jstor.org/stable/26918406>

HÖCHSTÄDTER A.K., SCHECK B. (2015), « What's in a Name: An Analysis of Impact Investing Understandings by Academics and Practitioners », *Journal of Business Ethics*, 132, n° 2, p. 449-475. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2327-0>

INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION (IFC) (2019), « Creating Impact—The Promise of Impact Investing ».

JATTEAU A. (2013), *Les expérimentations aléatoires en économie*, La Découverte, Paris.

JEANNE A., DEMARIA S., RIGOT S. (2023), « What are the drivers of corporates' climate transparency? Evidence from the S&P 1200 index », *Ecological Economics*, 213, p. 107945.

J.P.MORGAN (2012), « A Portfolio Approach to Impact Investment: A Practical Guide to Building, Analyzing and Managing a Portfolio of Impact Investments ».

KÖLBEL J.F., HEEB F., PAETZOLD F., BUSCH T. (2020), « Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact », *Organization & Environment*, 33, n° 4, p. 554-574. doi: 10.1177/1086026620919202

KRIPPNER GRETA.R. (2005), « The financialization of the American economy », *Socio-Economic Review*, 3, n° 2, p. 173-208. doi: 10.1093/SER/mwi008

LAVILLE J.-L. (2016), *L'Économie sociale et solidaire Pratiques, théories, débats*, Points, (Economie).

MUNIESA F., DOGANOVA L., ORTIZ H., PINA-STRANGER Á., PATERSON F., BOURGOIN A., EHRENSTEIN V., JUVEN P.-A., PONTILLE D., SARAÇ-LESAVRE B., YON G. (2017), *Capitalization: A Cultural Guide*, 1er édition, Presses des Mines, Paris.

O'DONOHUE N., LEIJONHUFVUD C., SALTUK Y., BUGG-LEVINE A., BRANDENBURG M. (2010), « Impact investments: An emerging asset class ».

SOCIAL IMPACT INVESTMENT TASKFORCE (2014), « Impact Investment: The Invisible Heart of Markets ».

VALLAT D. (1999), *Exclusion et liens financiers de proximité (financement de micro-activités)*, Thèse de doctorat en Sciences économiques, Université Lumière Lyon 2.

VALLAT D. (2003), « Finances solidaires : quelle dimension politique ? », *Hermès, La Revue*, 36, n° 2, p. 73-82.

ANNEXE 1 – GUIDE D'ENTRETIEN

Thème 1 : La particularité de la sélection des entreprises solidaires

1. Comment se déroule le processus de sélection des entreprises solidaires/responsables ?
2. Quels sont les critères relatifs à la sélection (et/ou au maintien) des entreprises solidaires/responsables dans le fonds ?
3. Comparé à d'autres processus de financement classiques, en quoi le processus d'évaluation des entreprises est-il spécifique ?

Thème 2 : Les risques spécifiques des fonds d'investissement

4. Quels sont les risques spécifiques engendrés par le financement d'entreprises solidaires ?
5. Quels sont les risques inhérents à un fonds solidaire ?
6. Quels sont les outils utilisés pour réduire ou éviter les risques dans la gestion solidaire ?

Thème 3 : La prise en compte de la performance extra-financière

7. Quels sont les outils mis en place pour prendre en compte la performance extra-financière (la solidarité/ l'impact) des entreprises financées ?
8. Quels sont les problèmes auxquels vous pouvez faire face lors de sa mesure ?