

UNIVERSITE PARIS XIII – SORBONNE PARIS NORD

École doctorale Érasme

Finance solidaire et finance à impact en France : Trois essais sur les
fonds d'investissement solidaires entre logique financière et
extra-financière

THÈSE DE DOCTORAT

PRESENTEE PAR

PHILIPPE DEVIN

UNITE DE RECHERCHE ANALYSE DES CRISES ET TRANSITIONS (ACT, USPN)

Pour l'obtention du grade de

DOCTEUR EN SCIENCES ECONOMIQUES

Soutenue le 23 juin 2025 devant le jury d'examen constitué de :

BOURGHELLE David, Maître de conférences HDR, IAE de Lille, *Rapporteur*

CHIAPELLO Ève, Directrice d'études, EHESS, *Suffragante, Présidente du jury*

KARYOTIS Catherine, Professeure des universités, NEOMA Business School, *Rapporteuse*

MOTTIS Nicolas, Professeur des universités, Polytechnique, *Suffragant*

RIGOT Sandra, Professeure des universités, Université Sorbonne Paris Nord, *Directrice de thèse*

SAPY Patrick, Expert, Directeur Général de FAIR, *Suffragant, membre invité*

VAUDAY Julien, Maître de conférences, Université Sorbonne Paris Nord, *Suffragant*

L'université Sorbonne Paris Nord n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses : ces opinions devront être considérées comme propres à leurs auteurs.

Remerciements

Enfin arrivé au terme de ma thèse, il me tient à cœur d'exprimer ma profonde gratitude envers toutes les personnes qui ont contribué, de près ou de loin, à l'accomplissement de ce long « projet ».

Le doctorat est une aventure particulière et je me suis toujours refusé à le qualifier de « projet » au sens où ce terme est utilisé dans le monde de l'entreprise. La thèse, pour moi, est un parcours où l'on avance à tâtons, souvent les yeux bandés, dans un flou saccadé, haché. Dans lequel il est difficile de savoir ce que l'on cherche et, encore moins ce que l'on trouvera au bout du compte.

Je me souviens d'une discussion avec un ami lors de mon master, Kelvin, où nous avons comparé la recherche scientifique à un puzzle sans modèle. Je pense souvent à cette comparaison imagée : assembler et réarranger constamment des pièces, sans avoir la moindre idée de l'image finale, ni même du nombre de pièces à disposition – si tant est qu'il y en ait un nombre déterminé. Selon moi, cette analogie illustre bien l'incertitude précédant la créativité et l'originalité inhérentes à la recherche.

Dans un projet, il est facile de connaître notre objectif, d'user de moyens prédéfinis pour y parvenir et de répondre clairement à la problématique qui l'a fait naître. Si ces conditions étaient réunies dans une thèse, je pense qu'elle n'aurait pas lieu d'être. Quand, en 2021, j'ai commencé ce doctorat, je n'avais aucune idée de la manière dont j'allais aborder mon sujet et mes objets de recherche, ni des méthodes que j'allais employer, encore moins des questions auxquelles je chercherais à répondre. Et pourtant, j'ai toujours aimé cette part de trouble et de frustration inhérente à la recherche, sachant qu'au bout du compte, une part du voile finirait par se lever. Cette méthode de travail, à la fois subie et voulue, a parfois suscité de l'inconfort, tant chez mes collaborateurs que chez moi. Comment expliquer qu'un doctorat ne s'aborde pas comme un projet d'étude s'étalant sur 3 mois ? Faire comprendre que je ne sais pas quels résultats j'obtiendrai avant même d'avoir terminé ? Ou expliquer la question à laquelle j'essaie de répondre (j'aime à dire que la problématique sera la dernière phrase que j'écirai) ? La recherche obéit à une temporalité propre, bien différente de celle du monde de l'entreprise : elle progresse par cycles d'exploration, d'essais et d'erreurs, sans calendrier fixe ni garantie de résultats immédiats. Elle nous confronte à l'apparition de nouveaux questionnements (plutôt qu'à des résultats définitifs), tout en nous obligeant souvent à y renoncer pour avancer.

Cette différence entre le monde de l'entreprise et celui de la recherche a donc pu s'avérer parfois démoralisante, souvent enrichissante !

Au fil de ce long parcours, j'ai appris bien plus que je ne l'aurais imaginé. J'ai découvert de nouvelles méthodes de recherche, affiné mon travail, amélioré mes lectures, mon écriture et mon esprit de synthèse. J'ai appris à maîtriser des logiciels, renforcé mes compétences en traitement de données et développé des aptitudes en mathématiques qui auraient semblé impossibles au moi d'il y a quatre ans. Ce doctorat, bien plus qu'une aventure intellectuelle, a été une véritable transformation personnelle.

Mes premiers remerciements vont à ma directrice de thèse Sandra Rigot, pour son encadrement, sa rigueur, ses qualités humaines et sa confiance tout au long de ces années et depuis mon master à Sorbonne Paris Nord. Ses conseils, toujours pertinents, m'ont permis d'apprendre ce que l'on attend d'un chercheur, et m'ont aidé à améliorer et à aiguiser mon esprit scientifique. Je souhaite aux autres doctorants de profiter d'une telle direction.

Je tiens à remercier mon comité de suivi de thèse : Nadine Richez-Battesti, Julien Vauday, Mathilde Pellizzari. Je les remercie tous une seconde fois : Nadine, qui m'a aidé à cadrer mon projet de thèse et qui, tout au long de ma thèse, a pu me donner des conseils sur mes productions et présentations, m'incitant à produire des exposés toujours plus concis et plus clairs ; Julien, pour ses remarques pertinentes, ses conseils pour améliorer mon parcours et ma carrière de chercheur, son intérêt et sa compréhension de mes sujets ainsi que pour la peine qu'il a prise de synthétiser nos réunions. Enfin, Mathilde, rencontrée lors de mes premiers jours chez Finansol, s'est montrée d'une aide particulièrement précieuse, tant par la finesse de ses analyses et la rigueur de son esprit critique que par le modèle qu'elle constitue encore aujourd'hui pour moi.

Je remercie tous les membres de mon jury de thèse d'avoir accepté de juger et d'assister à la présentation de ma thèse. Merci à David Bourghelle et Catherine Karyotis pour m'avoir fait l'honneur d'être rapporteurs, ainsi que pour leurs commentaires m'ayant permis d'améliorer mes travaux. Merci à Julien Vauday, Nicolas Mottis et Ève Chiapello d'avoir accepté d'être membres du jury. Je suis également reconnaissant envers David Bourghelle pour l'organisation des sessions Finance Durable lors des différents congrès, pour sa confiance, et son intérêt porté à mes sujets. Et envers Ève Chiapello pour l'organisation des séminaires sur la Finance Sociale à l'EHESS qui m'ont permis d'élargir et d'approfondir mes connaissances sur des sujets connexes. Merci à Nicolas Mottis pour son implication dans les thèses qui ont été menées chez FAIR, son intérêt et ses retours. Je remercie Patrick Sapy, directeur général de FAIR et expert

de longue date de la finance solidaire, pour m'avoir fait confiance lors de mes débuts, pour ses encouragements et sa bienveillance, pour son encadrement et sa compréhension. Merci à Patrick et à l'association pour leur soutien à la recherche scientifique.

Sans oublier toute l'équipe pédagogique de l'Université Sorbonne Paris Nord, avec qui j'ai pu discuter de manière informelle ou échanger lors de la présentation de mes travaux et après. Merci à Corinne Gauthier pour son implication essentielle dans la vie du laboratoire et pour son aide vitale pour les doctorants. Je la remercie tout particulièrement pour sa gentillesse et sa patience.

Je tiens enfin à remercier mes nombreux collègues chez FAIR, avec qui cette expérience du doctorat a été rendue bien plus humaine, agréable et amusante. Mes premiers collègues : Flore, Sarah, Julia, puis Camille. Ainsi que les autres, qui n'hésitaient pas à me poser la question si insolite pour un doctorant : « Alors, ça avance la thèse ? ». Je remercie de façon plus générale l'association et les salariés, qui tout au long de mon parcours, ont pu faire preuve de patience à mon égard et l'association FAIR au sens large, qui m'a permis d'effectuer ce doctorat, tout en me fournissant un terrain d'étude extrêmement riche et dont les possibilités de recherche restent multiples.

J'ai une pensée pour mes collègues doctorants du bureau J214, où j'avais toujours hâte d'aller travailler, avec qui j'ai pu passer de très bons moments, toujours pleins d'humour et de dérision. Merci à Nicolas Himounet pour ses précieux conseils et à Sébastien Dambrine pour son humour décapant et son sens particulier de l'aménagement bureautique.

Enfin, je remercie mes amis, Victor W., Thomas, Pierre, Timon, Briac, Victor, Valentine, Clotilde, Célia, Clémence, Juliette, Alice, Charlie et Barbara, qui m'ont soutenu, ont su se montrer compréhensifs face à mes absences ces dernières années et à qui il a toujours été difficile d'expliquer mon métier et mes sujets. Je remercie toutes celles et ceux qui ont contribué à améliorer cette thèse grâce à leurs nombreux commentaires : Kelvin, Nicolas, Thaïs, Julia R., et bien d'autres !

Les derniers mots de ces remerciements vont à mes proches et ma famille.

Table des matières

<i>Remerciements</i>	<i>iv</i>
<i>Index des figures</i>	<i>x</i>
<i>Index des tableaux</i>	<i>xi</i>
<i>Index des abréviations</i>	<i>xiii</i>
Introduction Générale	1
Contexte du doctorat et de la CIFRE	4
La finance solidaire, genèse historique	9
Définitions de la finance solidaire : vers une institutionnalisation	19
De la finance solidaire à la finance à impact, prolongement et reconfiguration	26
La finance solidaire et finance à impact dans le champ de la finance durable	39
Vers une nouvelle définition de la finance solidaire ?	50
La financiarisation de la finance solidaire	52
La critique du chiffre, la non-neutralité de l'évaluation et l'intégration financière de projets sociaux dans la finance solidaire	64
La finance à impact et les fonds solidaires « <i>right concept but wrong idea</i> » ?	70
Démarche de recherche, méthodologies et contextes d'analyse des trois études	75
Chapitre 1 : L'essor des fonds d'investissement dans la finance solidaire en France : Enjeux et limites	78
1. Introduction	79
2. Cadrage théorique : Institutionnalisation et financiarisation	80
2.1 Changement institutionnel	81
2.2 Evolution de la finance solidaire : vers une financiarisation	83
3. Nouvelle stratégie des gestionnaires d'actifs solidaires et nouveaux enjeux	84
3.1 La seconde génération de fonds solidaires	84
3.2 Allongement de la chaîne d'intermédiation et complexification des relations financières et extra-financières	85
4. Résultats – Analyse de la composition des fonds et des investissements réalisés	87
4.1 Présentation des données : les données originales de l'association FAIR	87
4.2 L'essor historique des fonds d'investissement solidaires	88
4.3 L'évolution de la composition des fonds d'investissement solidaires : la prépondérance des financeurs solidaires et des FPS solidaires	89
4.4 L'essor des fonds solidaires est-il favorable à l'investissement solidaire ?	92
Discussion conclusive : enjeux et limites des fonds solidaires	93

Annexe – Représentation comptable de l’intermédiation dans les fonds solidaires	97
<i>Chapitre 2 : La finance à impact : éclairage sur les pratiques d’une société française de gestion d’actifs solidaires</i>	98
Introduction	99
1. Cadre théorique	101
1.1 De la finance solidaire à la finance à impact	101
1.2 La finance à impact : une approche critique	101
2. Méthodologie	102
2.1 Choix de l’objet d’étude	102
2.2 Présentation des fonds d’investissement	103
2.3 La collecte et le traitement des données	104
3. Résultats	105
3.1 Le processus de sélection des titres dans les fonds solidaires	105
3.2 La gestion des données extra-financières comme outil de restitution des impacts	112
Conclusion et perspective de recherche	119
Annexe – Guide d’entretien	121
<i>Chapitre 3 : The Financial Performance of Solidarity-based Investment Funds: The French Case</i>	122
1. Introduction	123
2. Literature review and research hypotheses	127
3. Data and descriptive statistics	130
3.1 Sample construction	130
3.2 Descriptive statistics	131
3.3 Comparative analysis of the financial performance and risks of solidarity-based funds	135
4. Methodology	141
4.1 Explanatory variables	141
4.2 Model construction	142
5. Results	143
5.1 Results of linear regressions	143
5.2 Robustness of the models	147
Conclusion	147
Appendix 1: Methodology for constructing the sustainability score	151
Appendix 2: Average funds’ performance by category	154

Appendix 3: Correlation coefficients of explanatory variables	155
Appendix 4: Tests results	156
Appendix 5: Model results – 56 solidarity funds (Including FPS)	157
Appendix 6: The inverted U-shaped curvilinear relationship between sustainability and financial performance	158
<i>Conclusion générale de la thèse</i>	160
Un essor rapide des fonds solidaires et une complexification de l'intermédiation	160
Des tensions et rapprochements entre finance solidaire et finance à impact	161
Une performance financière marquée par la contrainte de sélection et la faible volatilité	163
Limites, points aveugles et perspectives de recherche	165
Une limite plus fondamentale : la mesure d'impact	167
Vers une lecture renouvelée de la finance solidaire : entre financiarisation et hybridation des logiques	169
Pistes de recherches futures	171
<i>Annexe : Préconisations pour le secteur</i>	172
1. Préconisation n°1 - Réduction des parts d'actifs monétaires dans les FPS solidaires	172
2. Préconisation n°2 - Communication sur le taux réel d'investissement solidaire : un impératif de transparence	177
3. Préconisation n°3 - Adapter l'agrément ESUS pour élargir l'accès au financement solidaire et permettre l'essor des fonds solidaires	182
4. Préconisation n°4 - Structurer les rapports extra-financiers en deux volets	185
5. Préconisation n°5 - Mettre en valeur le rôle stabilisateur des actifs responsables et solidaires : des indicateurs financiers repensés pour des fonds particuliers	187
<i>Bibliographie</i>	193

Index des figures

Figures de l'Introduction Générale

Figure 1 : Périmètre des entreprises agréées et financées entre 2001 et 2014 et entre 2014 et aujourd'hui.....	17
Figure 2 : Evolution de la composition de l'épargne solidaire entre 2004 et 2023 – en millions d'euros.....	37
Figure 3 : Finance responsable, solidaire et à impact : repères dans l'espace des pratiques financières durables.....	45
Figure 4 : Visuel comparatif des différentes formes de finance en fonction de leur degré d'engagement socio-environnemental et leur rentabilité financière.....	46

Figure du Chapitre 1

Figure 1 : Circulation du capital et de l'information extra-financière entre l'épargnant et l'entreprise solidaire – inspirée de Bourgeron (2020).....	86
--	----

Figures du Chapitre 2

Figure 1 : Processus de sélection d'actifs responsables du fonds « A »	107
Figure 2 : Arbitrage Risque-Rendement-Impact	112

Figures du Chapitre 3

Figure 1: Information Ratio (IR) and Beta coefficient of solidarity-based funds.....	139
Figure 2: Conceptual visualisation of the curvilinear relationship between sustainability intensity and risk-adjusted financial performance.....	146
Figure 3: Average performance of funds by category – Equity funds, mixed funds, fixed-income funds (2020-2023)	154

Index des tableaux

Tableaux de l'Introduction générale

Tableau 1: Tableau comparatif des définitions de la finance solidaire.....	22
Tableau 2: Deux idéal-types d'acteurs de la finance solidaire : « historique » et « institutionnelle ».....	24
Tableau 3: Typologie des formes de finance durable	49
Tableau 4: Subventions publiques et détention du capital par les fonds solidaires dans les foncières solidaires membres du réseau FAIR en 2023	57
Tableau 5: Âge des entreprises financées par les fonds solidaires entre 2020 et 2023 : un indicateur des logiques de sélection et de gestion du risque	60
Tableau 6: Formes de transformation des objets sociaux par les logiques de marché et de finance	69

Tableaux du Chapitre 1

Tableau 1: Evolution historique du nombre de fonds, de gestionnaires d'actifs ainsi que de l'actif sous gestion et du stock d'investissement en direction d'entreprises solidaires	89
Tableau 2: Actifs sous gestion et investissement solidaire par catégorie de fonds solidaire....	90
Tableau 3: Composition de la poche solidaire des différents types de fonds « 90-10 ».....	91
Tableau 4: Composition des FPS solidaires par types d'actifs	91

Tableau du Chapitre 2

Tableau 1: Processus de sélection des actifs solidaires dans le fonds « B »	109
---	-----

Tableaux du Chapitre 3

Table 1: Asset allocations and characteristics of solidarity-based funds (2020-2023).....	132
Table 2: Annual performance trends of solidarity-based funds compared to market indices (2020-2023).....	136
Table 3: Average annual performance of funds by category to their benchmarks (2020-2023)	136
Table 4: Explanatory variables used in the following models.....	141
Table 5: Results of Models 1 and 2 analysing the effect of asset classes and solidarity on performance.....	143
Table 6: Results of Models 3 and 4 analysing the effect of solidarity, sustainability score and fees on performance	144
Table 7: Annual weighting of criteria for the sustainability score	153

Table 8: Correlation coefficients and significance of correlations (2020-2023).....	155
Table 9: Hausman tests results	156
Table 10: Results of Models (1) & (2) – 56 funds (Including FPS).....	157
Table 11: Results of Models (3) & (4) – 56 funds (Including FPS).....	157
Table 12: Results of models testing the curvilinearity of the sustainability score	158

Index des abréviations

Adie : Association pour le droit à l'initiative économique
AÉS : Association d'économie sociale
AFEP : Association française d'économie politique
ANRT : Association nationale de la recherche et de la technologie
CAPM : *Capital Asset Pricing Model*
CFP : *Corporate Financial Performance*
CIES : Comité Intersyndicale de l'Epargne Salariale
CIFRE : Convention Industrielle de Formation pour la Recherche
CIS : Contrat à Impact Social
CSR : *Corporate Social Responsibility* - Responsabilité Sociale de l'Entreprise
ESG : Environnement, Social et Gouvernance
ESS : Economie Sociale et Solidaire
ESUS : Entreprise Solidaire d'Utilité Sociale
FAIR : Financer Accompagner Impacter Rassembler
FCPE : Fonds commun de placement d'entreprise
FIR : Forum pour l'Investissement Responsable
FPS : Fonds professionnels spécialisés
iiLab : Impact Invest Lab
IR : *Information ratio*
IRIS : *Impact Reporting Investing Standard*

ISR : Investissement Socialement Responsable
KIID : *key investor information documents*
LME : Loi de modernisation de l'économie du 4 août 2008
MPT : *Modern Portfolio Theory*
MSCI EMU : *Morgan Stanley Capital International - European Economic and Monetary Union*
ODD : Objectifs de Développement Durable
ONG : Organisation non gouvernementale
OPC : Organisme de placement collectif
OPCVM : Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
PACTE : Loi du 22 mai 2019 relative à la croissance et à la transformation des entreprises
RIODD : Réseau International de Recherche sur les Organisations et le Développement Durable
S.D : *Standard deviation* - Écart type
SDG Voir "ODD"
SFDR : Sustainable Finance Disclosure Regulation
SIB Voir "CIS"
SRI : Voir "ISR"
SROI : *Social Return On Investment*
UC : Unité de Compte
VIF : *Variance Inflation Factors*

Introduction Générale

Cette thèse porte sur la finance solidaire en France et particulièrement son évolution depuis la fin des années 2010, à l'aune de son institutionnalisation croissante et de son rapprochement progressif avec les standards de la finance responsable et de la finance à impact, issus de la finance conventionnelle. Longtemps structurée autour d'un principe de collecte d'épargne citoyenne dans le but de financer des projets à forte utilité sociale, avec une dimension territoriale particulière, la finance solidaire s'inscrit aujourd'hui dans un paysage financier transformé : fort développement de la finance responsable et montée en puissance des critères ESG (Environnement, Social et Gouvernance) ; émergence de la finance à impact et exigences croissantes en matière de mesure d'impact ; et fort développement des fonds d'investissement solidaires en France, faisant d'eux les principaux collecteurs d'épargne dans la finance solidaire. Ces transformations ont comme conséquence, entre autres, la recomposition des canaux de financement des acteurs institutionnels de la finance solidaire.

Les fonds solidaires « 90-10 », objets centraux de cette thèse, se trouvent au carrefour des évolutions et des imbrications entre finance solidaire, finance à impact et finance responsable en France depuis dix ans. Ainsi, cette thèse interroge la manière dont ces évolutions affectent la finalité, les instruments et les pratiques de la finance solidaire, en particulier à travers les fonds d'investissement solidaires dits « 90-10 », lesquels représentent une forme emblématique d'une hybridation contemporaine entre logique financière et objectif solidaire. La thèse vise à analyser la manière dont la coexistence d'une logique financière et d'une logique extra-financière, notamment avec des objectifs solidaires, redéfinit la gestion des fonds d'investissement dédiés au financement d'entreprises de l'Économie Sociale et Solidaire (ESS).

La rédaction de cette thèse a été réalisée dans le cadre d'une Convention Industrielle de Formation par la Recherche (CIFRE) avec l'association FAIR, un acteur de référence dans la promotion, le suivi et la labellisation des produits solidaires en France. FAIR est aussi à l'initiative du rapprochement entre finance solidaire et finance à impact. Cette recherche prend appui sur une immersion de quatre années dans le secteur, nourrie par une enquête empirique inédite. Elle s'inscrit dans un contexte où les frontières entre finance solidaire, finance responsable et finance à impact deviennent de plus en plus floues, générant un brouillage conceptuel et une dilution possible des spécificités critiques de la finance solidaire.

Ce rapprochement progressif entre finance solidaire, finance à impact et finance responsable ne s'est pas opéré *ex nihilo*. Il s'insère dans un double glissement. D'abord, celui d'une finance solidaire historique, ancrée dans les pratiques citoyennes, les circuits courts et l'engagement territorial, vers une finance solidaire institutionnelle, portée par des gestionnaires d'actifs et structurée par des dispositifs normatifs (label Finansol, agrément ESUS, encadrements et standards pour la finance responsable etc.). Ensuite, celui de cette finance solidaire institutionnelle vers des logiques de performance extra-financière, de mesure d'impact et de stratégie d'investissement responsable plus poussée, caractéristiques de la finance à impact contemporaine. Ce double mouvement redéfinit progressivement les contours du financement de la solidarité, en le plaçant au carrefour de logiques qui peuvent paraître contradictoires : proximité *vs* rentabilité, logique d'engagement citoyen *vs* logique d'analyse financière externalisée, finalité sociale *vs* injonction à la quantification de l'impact.

Ce glissement progressif entre finance solidaire historique, finance institutionnelle et finance à impact soulève plusieurs tensions et nécessite une analyse de ces nouvelles pratiques qui seront explorées tout au long de cette thèse. C'est à partir de cette dynamique que s'articule la problématique centrale de la thèse : Comment se matérialise la coexistence entre logiques financières et objectifs solidaires dans les pratiques des fonds d'investissement solidaires ? Pour y répondre, trois sous-questions structurent ce travail :

- Comment les fonds solidaires contemporains organisent-ils l'intermédiation financière entre les investisseurs et les entreprises financées ?
- Comment les sociétés de gestion s'approprient-elles le sujet du reporting extra-financier et comment sélectionnent-elles les entreprises financées dans un contexte marqué par la normalisation de la mesure d'impact ?
- Quelle est la performance financière des fonds solidaires et quels sont les effets de la composante solidaire et des stratégies d'investissement durable sur cette performance ?

Cette thèse soulève également des questions connexes : que devient la finalité solidaire à l'épreuve des logiques de gestion financière ? Comment maintenir une logique de financement cohérente avec les principes de la finance solidaire dans un cadre institutionnalisé marqué par une chaîne d'intermédiation complexe et dominée par des gestionnaires d'actifs ? Comment préserver la capacité des fonds à cibler des entreprises solidaires à fort impact social, tout en répondant aux exigences croissantes de standardisation, de traçabilité et de mesure d'impact ? Quels sont les effets concrets de ce double glissement sur les entreprises bénéficiaires :

sont-elles sélectionnées pour leur mission sociale ou pour leur conformité aux critères techniques d'éligibilité ?

Autant de questions de recherche qui traduisent les effets concrets de la transformation de la finance solidaire et qui nous éclairent sur les manières par lesquelles ces logiques financières et extra-financières se matérialisent, coexistent, se confrontent ou se combinent dans les pratiques concrètes des gestionnaires de fonds.

Pour y répondre, la thèse adopte une démarche pluridisciplinaire, déployée en trois articles. Le premier article propose une relecture historique et institutionnelle de l'émergence des fonds solidaires en France, à travers l'analyse de la genèse des dispositifs « 90-10 » et de leur encadrement normatif. Il met en lumière les dynamiques institutionnelles ayant permis l'émergence de ces fonds, ainsi que les tensions entre finalités sociales et logiques de marché. Ces tensions, inscrites dans la structure même des fonds, se prolongent dans les arbitrages quotidiens des acteurs de terrain, que le deuxième article explore à travers une étude de cas comparative. Cet article analyse finement les pratiques, les arbitrages et les représentations professionnelles qui accompagnent la gestion des fonds solidaires. Il permet d'observer comment les équilibres entre performance financière et extra-financière se négocient concrètement dans un contexte particulier. Ces observations qualitatives font écho à des questionnements plus généraux sur les effets concrets de ces arbitrages, que le troisième article aborde par une approche quantitative. Le troisième article mobilise une base de données originale de fonds solidaires sur la période 2020-2023 pour évaluer à travers une étude économétrique et statistique la performance financière de ces fonds et identifier les déterminants structurels associés. Pris ensemble, ces trois articles articulent des échelles d'analyse complémentaires pour éclairer les logiques financières et extra-financières dans les fonds solidaires français actuels.

Au-delà des spécificités des données et des méthodologies mobilisées, l'ensemble de la thèse défend l'idée que la finance solidaire institutionnelle, loin de se diluer entièrement dans la logique financière dominante, constitue un espace de tension, de négociation et de recomposition entre des finalités hétérogènes : rentabilité, solidarité, durabilité et impact. C'est cette tension constitutive, entre principes fondateurs de la finance solidaire et rationalités issues de la finance durable conventionnelle, qui constitue le fil rouge de cette recherche. Elle invite à repenser les contours d'une finance solidaire contemporaine, prise entre sa mission historique de transformation sociale, exigences de standardisation et impératifs de performance financière.

Afin de poser les fondements théoriques et conceptuels de cette analyse, l'introduction générale revient d'abord sur le rôle central de FAIR dans la structuration contemporaine du secteur, en tant qu'acteur pivot de la finance solidaire et promoteur de pratiques « à impact social ». Elle retrace ensuite les trajectoires historiques de la finance solidaire et de la finance à impact, en insistant sur leurs convergences mais aussi sur leurs divergences, tant en matière d'objectifs que de dispositifs et de publics cibles. L'introduction s'attache également à clarifier la place des autres formes de finance durable, notamment la finance responsable (ESG) et la finance verte, dans cet écosystème en recomposition, en proposant des critères de différenciation. Cette cartographie analytique permet de mieux comprendre comment les fonds « 90-10 », situés à l'intersection des logiques financières responsables et à impact, cristallisent les dynamiques de recomposition de la finance solidaire. Ces fonds incarnent une forme d'hybridation contemporaine et deviennent un terrain privilégié d'observation des mutations de la finance solidaire en France. Cette cartographie permet enfin d'interroger la manière dont la finance solidaire institutionnelle s'écarte progressivement des pratiques fondatrices de la finance solidaire historique, au point de devenir, dans certains cas, un objet emblématique de la financiarisation du financement de la solidarité, voire plus largement, de la financiarisation de l'impact.

Contexte du doctorat et de la CIFRE

Cette thèse comporte trois articles qui apportent des éclaircissements originaux sur les stratégies des fonds d'investissement solidaires. Ces articles sont le fruit d'une longue période d'observation au sein de FAIR, une association rassemblant un grand collectif d'acteurs de la finance solidaire (entreprises, banques, gestionnaires d'actifs). Après avoir passé un peu moins d'un an chez FAIR comme chargé d'études, j'ai commencé ma thèse en 2021 grâce à une convention de recherche industrielle (CIFRE) subventionnée en partie par l'Agence nationale de la Recherche et de la Technologie (ANRT). Le début de ma thèse a été marqué par la naissance de FAIR et par là même, de l'utilisation croissante de l'expression « finance à impact ». Mes principales missions chez FAIR ont été de collecter les données financières et extra-financières des membres de l'association proposant des placements solidaires (livrets, épargne salariale, assurance vie, actions non cotées), puis de les analyser afin d'en tirer les grandes tendances et enfin participer à la rédaction des publications rédigées au sein de FAIR (FAIR, 2024; La Croix & FAIR, 2022). Cette thèse en CIFRE m'a autorisé un accès privilégié aux données et aux acteurs, comme les gérants de fonds solidaires. C'est ce travail qui m'a permis d'affiner mon objet d'étude et ma problématique : les fonds d'investissement occupaient une place

grandissante dans ces placements solidaires, pourtant ils restaient un point aveugle de la recherche scientifique. De plus, j'ai remarqué qu'en même temps que le fonctionnement des fonds se complexifiait, l'analyse des données devenait de plus en plus longue et laborieuse. Il était difficile de rendre compte des financements solidaires, mais aussi de faire la différence entre ce qui relevait du « solidaire » et ce qui relevait de l'« impact ». Ce flou, partagé aussi bien par le grand public que par les professionnels a marqué le début de cette thèse.

Présentation de FAIR et du label Finansol

L'association Finansol est fondée en 1995 sous l'impulsion de douze organisations engagées : Adie, Autonomie et Solidarité, Caisse des Dépôts, Caisses d'Épargne, CCFD-Terre Solidaire, Crédit Coopératif, Crédit Mutuel, Fédération des Cigales, France Active, Garrigue, Habitat et Humanisme et La Nef¹. Ces acteurs partagent un engagement commun en faveur d'une finance au service de la société, fondée sur les valeurs de l'économie sociale et solidaire. Bien que de natures diverses, institutions financières coopératives, structures d'accompagnement, ONG, ces acteurs partagent la volonté de réorienter l'épargne vers des projets à fort impact social et environnemental, tout particulièrement vers les entreprises dites « solidaires », en dehors des logiques financières traditionnelles. En 1997, le label Finansol est créé² afin d'identifier et de valoriser les produits d'épargne finançant des activités à haute utilité sociale et/ou environnementale. De 1997 à 2013, le nombre de produits labellisés Finansol n'a cessé de croître, passant de 7 à 130 produits (FAIR, 2023). L'épargne solidaire n'est pas ébranlée par les différentes crises financières (bulle internet en 2000, crise des *subprimes* en 2008, ou crise de la dette dans la zone euro en 2010-2013). L'épargne solidaire passe de 135 millions d'euros en 1997 à 6 milliards d'euros en 2013, et ne connaît aucune année de baisse des encours (livrets, fonds solidaires...). En 2013, une « *task force* »³ sur l'investissement à impact est créée lors du sommet du G8 de Londres, celle-ci est présidée par Sir Ronald Cohen⁴. L'année suivante, un rapport fondateur est publié par la *Social Impact Investment Taskforce*, intitulé *Impact Investment : The Invisible Heart of Markets* (Social Impact Investment Taskforce, 2014).

¹ Site internet de FAIR (finance-fair.org) consulté en avril 2025.

² « Finansol » renvoie donc à l'association et à son label.

³ Ce groupe de travail réunissait des représentants de gouvernements, d'organismes publics, de fondations et d'institutions financières de plusieurs pays (Royaume-Uni, France, Canada, États-Unis, Allemagne, Italie, Japon, Australie, etc.), ainsi que de l'Union européenne, sous l'égide de Sir Ronald Cohen, afin de promouvoir l'investissement à impact à l'échelle internationale.

⁴ Sir Ronald Cohen est considéré comme l'un des pionniers de la finance à impact au Royaume-Uni. Ancien capital-risqueur et cofondateur d'*Apax Partners*, il a fondé *Bridges Fund Management* (2002), un fonds d'investissement à impact, et joué un rôle central dans la structuration du secteur à travers la *Social Investment Taskforce*, *Big Society Capital* et le développement des *Social Impact Bonds*. Il a également présidé le *Global Steering Group for Impact Investment*, contribuant à l'internationalisation du modèle, notamment en France.

Cette *task force* avait pour mission de poser les bases d'un marché international de l'investissement à impact, en promouvant une approche fondée sur une triple exigence de rendement, de gestion du risque et de création d'impact social ou environnemental mesurable. Le rapport souligne le rôle pionnier du Royaume-Uni dans la structuration de cet écosystème, notamment à travers la création des premiers contrats à impact social (*Social Impact Bonds*)⁵. Il marque également l'implication croissante d'autres pays, dont la France, dans l'institutionnalisation de la finance à impact. Concernant le cas français, le rapport insiste sur la place historique et structurante de l'économie sociale et solidaire (ESS), perçue comme un terreau favorable au développement de l'investissement à impact, en lien notamment avec la loi ESS votée la même année. En France, cette dynamique impulsée par le G8 de 2013 s'est traduite par la publication d'un rapport national intitulé *Comment et pourquoi favoriser des investissements à impact social ?*, rédigé en 2014 par le Comité français sur l'investissement à impact social, sous la présidence d'Hugues Sibille (Comité français sur l'investissement à impact social, 2014). Commandé conjointement par le ministre délégué à l'Économie sociale et solidaire, Benoît Hamon, et par Sir Ronald Cohen, ce rapport constitue la déclinaison française de la réflexion engagée au niveau du G8, tout en l'ancrant dans les spécificités françaises, en particulier le rôle central de l'économie sociale et solidaire (ESS) et les mécanismes d'épargne salariale solidaire (fonds 90-10). Prolongeant les dynamiques institutionnelles impulsées par la *task force* du G8 et relayées en France par le rapport du Comité français sur l'investissement à impact social, l'Impact Invest Lab (iiLab⁶) est créé en 2016. L'iiLab est une plateforme associative d'expérimentation et de développement de l'investissement à impact social en France et se positionne justement comme structure d'intermédiation, de réflexion et de promotion de l'investissement à impact en France.

Dans la dynamique de ces groupes de travail et de ces rapports, qui marquent un développement accru de la finance à impact en France et en Europe, l'association Finansol fusionne avec l'iiLab en 2021⁷. Ce changement témoigne d'une volonté d'élargir le champ d'action de l'association, en s'inscrivant dans les débats européens et internationaux sur l'investissement à impact. L'investissement à impact se définit comme étant les investissements réalisés dans l'intention

⁵ Les *Social Impact Bonds* (SIB), ou contrats à impact social, sont des dispositifs de financement public-privé dans lesquels des investisseurs privés avancent les fonds nécessaires à un programme social mené par une organisation de terrain. L'autorité publique ne rembourse ces investisseurs, avec un éventuel rendement, que si des résultats prédéfinis sont atteints, évalués de manière indépendante. Ce mécanisme permet de transférer le risque de l'échec du programme vers les investisseurs privés, tout en incitant à une efficacité accrue des actions financées.

⁶ Laboratoire d'innovation établi en 2016 pour démocratiser et favoriser la finance à impact en France, tout en étudiant les Contrats à Impact Sociaux (CIS) et la finance à impact en général.

⁷ Après la fusion le nom du label « Finansol » reste inchangé.

de générer un impact social et environnemental positif et mesurable, parallèlement à un rendement financier (GIIN, 2025). Tout en conservant son rôle historique de gestionnaire du label Finansol, FAIR entend désormais fédérer un écosystème plus large autour de la notion d'« impact social ». Par « impact », on entend ici les effets bénéfiques, intentionnels et mesurables sur la société au sens large, générés par un investissement.

FAIR (Financer Accompagner Impacter Rassembler) se positionne désormais comme un acteur de référence de la finance à impact social en France. Il encadre et promeut des pratiques plus exigeantes, reflétant ainsi à la fois les transformations du secteur financier et les attentes croissantes en matière d'impact mesurable.

Le collectif de FAIR et l'importance de ses missions

FAIR rassemble un collectif d'environ 140 membres issus d'horizons variés, tous engagés en faveur d'une finance réorientée vers la création d'impact socio-environnemental. Ce réseau fédère des entreprises solidaires finançant des projets à forte utilité sociale, des institutions financières, banques coopératives ou sociétés de gestion, proposant des produits d'épargne solidaire, ainsi que des organisations non gouvernementales actives dans les champs de l'inclusion, de la solidarité internationale ou de la transition écologique.

L'association a pour mission de promouvoir et structurer la finance solidaire et la finance à impact social en France et en Europe. Elle agit à la fois comme acteur de plaidoyer, en sensibilisant les pouvoirs publics et les régulateurs et comme réseau professionnel, en accompagnant ses membres. Elle assure également une fonction d'expertise technique, notamment à travers la gestion du label Finansol, la production d'études, la collecte de données et le suivi de la performance financière et extra-financière des produits labellisés.

FAIR entretient un lien étroit avec l'ESS, en soutenant le financement des entreprises solidaires et en veillant à la préservation de leur cadre réglementaire. L'ESS rassemble les associations, coopératives, mutuelles, fondations et entreprises commerciales respectant les principes d'utilité sociale et de mode d'entreprise de l'ESS⁸. De plus, FAIR s'emploie à influencer le cadre législatif et fiscal en faveur des acteurs de l'ESS, de la finance solidaire et de la finance à impact, tout en encourageant les bonnes pratiques en matière de transparence et de mesure d'impact au sein de l'écosystème.

⁸ Référence ici aux articles 1 et 2 de la loi n° 2014-856 du 31 juillet 2014 relative à l'économie sociale et solidaire.

Au-delà de son rôle national, FAIR s'inscrit dans une dynamique européenne. FAIR coopère avec d'autres acteurs, tels que France Invest, le FIR (Forum pour l'Investissement Responsable) et Impact Europe, afin de promouvoir une définition commune de la finance à impact. Grâce à son label Finansol, l'association joue également un rôle de collecteur de données financières et extra-financières pour soutenir l'analyse et l'élaboration de politiques publiques, de stratégies sectorielles et plus globalement, pour donner aux acteurs et au grand public des informations sur l'écosystème.

Finalement, l'association FAIR se positionne comme un pôle d'expertise reconnu à l'international, elle joue un rôle essentiel dans la promotion de la finance à impact social et environnemental, fédère une communauté d'acteurs engagés, promeut l'épargne solidaire et à impact, réalise des études et agit en tant que représentant de ses membres auprès des pouvoirs publics.

L'importance du label Finansol pour la finance solidaire et la finance à impact

Le label Finansol, décerné par un comité indépendant, est aujourd'hui attribué à environ 190 produits d'épargne finançant, grâce à tout ou partie du capital collecté, des activités à forte utilité sociale et/ou environnementale⁹. Il est attribué à des placements comme le capital social d'entreprise, des livrets bancaires ou fonds d'investissement et non directement à des entreprises en tant que telles. Plus précisément, il identifie les placements dont une part significative est investie dans des projets à forte utilité sociale, tels que le logement très social, l'insertion par l'activité économique, ou encore la transition écologique, et dont le fonctionnement est conforme à des critères de solidarité et d'information du public, garantissant la transparence, la traçabilité et l'utilité sociale. Dans sa version 2025, l'obtention du label repose sur quatre critères cumulatifs : (1) un impact social et environnemental avéré, impliquant une intentionnalité explicite, une additionnalité du financement, c'est-à-dire le fait que le financement permette de réaliser un projet qui n'aurait pas vu le jour autrement, et un dispositif de mesure de l'impact ; (2) une gestion cohérente sur le plan durable, incluant l'exclusion de certains secteurs controversés (énergies fossiles, armement, tabac, etc.) ; (3) une transparence renforcée vis-à-vis des épargnants sur l'usage des fonds collectés ; et (4) une distribution effective du produit qui ne doit pas rester confidentielle (FAIR, 2025b).

⁹ L'utilité sociale est ici entendue par le comité du label Finansol comme « une activité solidaire à fort impact social et environnemental », celle-ci est nécessaire à l'obtention du label. Voir le règlement du label Finansol 2025 – consulté en mars 2025.

Le label joue ainsi un rôle central d'encadrement et de crédibilité dans le champ de la finance solidaire et à impact. Il permet aux épargnants d'identifier les produits dont les ressources financent concrètement des activités à impact, en limitant les risques de *greenwashing* ou de *social washing*¹⁰. Il contribue à orienter l'épargne vers des finalités sociales ou écologiques, souvent délaissées par les circuits de financement classiques. En parallèle, les structures proposant des produits labellisés doivent se soumettre à un contrôle annuel et transmettre des données financières et extra-financières détaillées (encours, détails sur leurs stocks et flux d'investissement solidaires et à impact, entreprises financées, outils de financement mobilisés, profil des souscripteurs, etc.), contribuant ainsi à la transparence et à la consolidation d'un marché structuré autour des critères établis par FAIR.

FAIR structure donc l'écosystème de la finance solidaire et de la finance à impact en France autour de critères et conditions mieux-disants : transparence, traçabilité de l'épargne, preuves de la bonne utilisation des capitaux, vérification de l'utilité sociale des entreprises financées. La mission de FAIR est principalement cantonnée à la France et nous allons voir pourquoi la finance solidaire est historiquement ancrée sur ce territoire et comment la finance solidaire contemporaine a émergé en France.

La finance solidaire, genèse historique

La genèse historique : les initiatives d'accès au crédit au XIX^{ème} siècle

La finance solidaire émerge en France au XIX^e siècle comme une réponse aux besoins de financement non satisfaits par le système bancaire et financier dominant, en particulier pour les catégories sociales et les activités économiques exclues des circuits traditionnels de crédit. À mesure que les mécanismes de financement s'institutionnalisent et imposent des critères de sélection de plus en plus stricts, une partie croissante de la population, ouvriers, artisans, travailleurs indépendants, petits agriculteurs, se trouve reléguée en marge du crédit. En réaction, divers dispositifs alternatifs voient le jour, souvent fondés sur des principes d'entraide, de solidarité ou d'autonomie économique. S'ils ne relèvent pas encore d'une « finance solidaire » au sens contemporain, ces initiatives contribuent à poser les jalons historiques et sociaux d'une

¹⁰ Ces termes désignent des stratégies trompeuses par lesquelles une organisation exagère, voire falsifie, ses engagements environnementaux ou sociaux pour améliorer artificiellement son image auprès du public ou des investisseurs. Le terme « *impact washing* » en est un dérivé, renvoyant à une exagération ou une présentation trompeuse des démarches, pratiques ou résultats d'impact, donnant ainsi l'illusion d'un impact positif en l'absence de preuves solides ou de méthodologies rigoureuses.

conception du financement fondée sur la justice sociale et la proximité économique, conception dont la finance solidaire moderne constituera, plus tard, l'un des prolongements.

Cette dynamique s'inscrit dans un contexte historique plus large : l'avènement du capitalisme industriel, la monétarisation croissante de l'économie et l'essor de courants intellectuels critiques, socialisme associationniste, christianisme social, libéralisme social ou solidarisme, qui inspirent de nouvelles formes d'organisation économique. Coopératives, mutuelles, caisses d'épargne ou associations ouvrières constituent les premières expérimentations d'une économie fondée sur une logique de solidarité économique (Defourny & Nyssens, 2017). Ces formes d'organisation répondent aux besoins populaires d'accès au crédit et à l'épargne tout en contestant, plus ou moins explicitement, la logique dominante d'accumulation capitaliste et les logiques marchandes dominantes.

Avant l'émergence d'une telle logique solidaire, une grande partie des travailleurs devait encore recourir aux circuits anciens du crédit, faisant appel aux notables locaux ou aux monts-de-piété¹¹. Ces institutions répondaient de moins en moins aux aspirations d'une société en voie de démocratisation et de laïcisation. C'est dans ce contexte que des ingénieurs, économistes, représentants du peuple, philanthropes ou militants ouvriers ont commencé à réfléchir au rôle du crédit et aux moyens de le rendre accessible aux classes laborieuses, dans une perspective d'émancipation par le travail et l'épargne (Chaïbi, 2014).

Après la création de la première caisse d'épargne en 1818, les décennies suivantes voient l'essor de plusieurs formes de solidarité financière qui, sans relever encore d'une « finance solidaire » pleinement constituée, en posent néanmoins les jalons. Les sociétés de secours mutuel, les coopératives de production et les réflexions théoriques sur le crédit gratuit témoignent d'une volonté croissante d'autonomie financière des classes populaires. Ces initiatives participent à structurer un imaginaire économique alternatif, articulé autour de l'entraide, de l'autogestion et de l'émancipation par le travail, en réponse à l'exclusion du crédit bancaire traditionnel (Vallat, 1999). Elles forment un socle idéologique et institutionnel à partir duquel se développera plus tard d'autres formes d'accès au crédit.

La crise politique de 1848 met un coup d'arrêt aux initiatives de secours mutuel (Vallat, 1999, p. 293). En 1851, « *une grande partie du mouvement socialiste, au sein duquel on trouvait le plus de militants du crédit pour et par les travailleurs, était déjà décimée* » (Chaïbi, 2014, p.

¹¹ Le mont-de-piété est une institution de crédit sur gage, apparue en Italie au XVe siècle et introduite en France au XVIIe siècle. Elle permettait aux personnes modestes d'obtenir un petit prêt en échange du dépôt temporaire d'un objet de valeur.

17). Les initiatives tendent à venir du pouvoir politique, qui promeut le crédit bancaire pour les plus pauvres tout en effaçant les dimensions conflictuelles portées par le mouvement ouvrier (ibid.).

Après 1871, il faudra attendre la fin du XIX^{ème} siècle pour qu'un « *ensemble d'expériences voit le jour* » (Vallat, 1999, p. 311). A partir des années 1880, des structures coopératives pérennes naissent avec l'appui de l'État ou de notables : création du Crédit Mutuel (1882), des Banques Populaires (1878), du Crédit Agricole (1894) ou encore de la Banque coopérative des associations (1893). Ce processus se poursuit au XX^e siècle, notamment avec la montée en puissance des banques coopératives dont les dépôts, garantis par l'État, permettent de démocratiser l'accès à l'épargne et au crédit pour certains segments de la population (Artis, 2011). Toutefois, la période des Trente Glorieuses marque un relatif affaiblissement de la logique solidaire : les banques coopératives s'institutionnalisent progressivement et le crédit bancaire se généralise à l'ensemble de la société dans un contexte de croissance forte.

Le renouveau des années 1980-1990 : naissance contemporaine de la finance solidaire, des premières initiatives dans l'économie solidaire à l'expérimentation et la construction des fonds solidaires

C'est à partir des années 1980 que s'opère, en France, un renouveau de la finance solidaire, dans un contexte économique radicalement transformé. La crise économique et la montée du chômage structurel remettent au centre du débat public la question de l'exclusion, notamment l'exclusion bancaire. Dans le même temps, la loi bancaire de 1984 instaure le modèle de la banque universelle et accompagne un processus de déréglementation, de décloisonnement et de désintermédiation. Ce tournant vise à renforcer la concurrence entre établissements financiers (Thiveaud, 1997), mais il s'accompagne d'un recentrage des banques sur les clientèles les plus solvables, au détriment des petits acteurs économiques jugés risqués ou peu rentables : travailleurs indépendants, associations, chômeurs, créateurs d'entreprises ou entreprises de l'économie sociale (Artis, 2011). Cette évolution structurelle contribue à l'exclusion de nombreux acteurs des circuits classiques de financement et justifie l'essor de dispositifs alternatifs de financement à vocation sociale.

Dans ce contexte¹², une multitude d'initiatives citoyennes et locales voient le jour, portées par des acteurs qui entendent mobiliser l'épargne de manière militante et territorialisée pour

¹² On peut citer 3 tendances qui poussent au développement de ces initiatives : montée du chômage, crise du logement et développement de la solidarité internationale.

financer des projets à forte utilité sociale¹³. Ces nouvelles structures, souvent associatives ou coopératives, expérimentent des dispositifs de mutualisation, d'accompagnement, ou encore de partage du risque et se positionnent en rupture avec les logiques purement marchandes dominantes dans le secteur bancaire (Artis, 2011).

Face à la crise de la fin du modèle Fordiste et à la crise économique du début des années 1970, la France assiste à un renouveau de l'« économie sociale »¹⁴ (Defourny & Nyssens, 2017; Laville, 2016). Cette expression désigne l'ensemble des associations, coopératives et mutuelles. L'économie solidaire, quant à elle, émerge dans les années 1980 et désigne un éventail d'entreprises se démarquant par leurs initiatives de lutte contre le mal-logement, d'aide aux entrepreneurs, ou d'investissement au niveau régional (capital-risque). Elles apparaissent lors du renouveau de l'économie sociale, pour proposer une vision alternative de l'entrepreneuriat et de la gestion de l'épargne dans un contexte où les solutions étatiques face au chômage, à l'exclusion et au mal-logement, paraissent non satisfaisantes. Les entreprises solidaires, en raison de leurs objectifs non financiers et leurs statuts particuliers (parfois issus de l'économie sociale) sont contraintes dans l'accès au crédit : manque de garantie, besoins en trésorerie, pas de financement sur le marché coté...

Ces dynamiques, bien qu'initiées localement et souvent de manière expérimentale, s'inscrivent en réalité dans un cadre institutionnel, économique et culturel plus large, qui permet de comprendre pourquoi la France a été un terreau particulièrement favorable au développement de la finance solidaire.

Certaines banques coopératives, comme le Crédit Coopératif, jouent un rôle de facilitateur ou de soutien à ces expérimentations, en finançant ou en coconstruisant des outils financiers spécifiques. C'est dans ce cadre qu'apparaissent les premiers fonds d'investissement solidaires, tels que le fonds IDES (1983), Faim et Développement (1983), Nord-Sud Développement (1984) ou Solidarité CCFD-Terre Solidaire (1992) et les premiers produits d'épargne de

¹³ Parmi les acteurs pionniers de la finance solidaire apparus entre 1980 et 1992 figurent notamment Herrikoa (1980), CIGALE (1983), la SIDI (1983), la NEF (1983), Habitat et Humanisme (1985), Garrigue (1985), l'Adie (1985), France Active (1988), Initiative France (1989) et Femu Què (1992). Ces structures visent à financer l'insertion, l'entrepreneuriat solidaire ou le développement local, souvent en lien étroit avec les banques coopératives, comme le Crédit Coopératif. Elles constituent aujourd'hui encore une part essentielle du paysage de la finance solidaire française.

¹⁴ En 1975 nous assistons à une résurgence du terme « économie sociale » (Duverger, 2014). Ce terme désigne dès lors les mutuelles, coopératives et associations. Ces dernières adoptent en 1980 la « charte de l'économie sociale » caractérisant les principes et valeurs des organisations de l'économie sociale. En 1981, l'économie sociale est définie juridiquement et une délégation à l'économie sociale est créée sous l'impulsion de M. Rocard.

partage¹⁵ au début des années 1980-1990. Ces dynamiques marquent un tournant : les banques ne financent plus directement certains secteurs, mais s'appuient sur des acteurs territoriaux dotés d'un fort ancrage géographique pour faire émerger une intermédiation financière alternative.

Au cours des années 1990, ces initiatives jusque-là dispersées tendent à se structurer autour d'une identité commune : celle de la finance solidaire. La création de l'association Finansol en 1995, puis du label du même nom en 1997, marque une étape importante dans cette consolidation. L'association Finansol vise donc à donner une visibilité accrue à ces pratiques, à renforcer leur légitimité et à construire un cadre de reconnaissance et de professionnalisation. La finance solidaire apparaît ainsi comme une réponse innovante et collective aux limites du système bancaire classique, en proposant une intermédiation orientée vers la solidarité, l'ancrage territorial et la participation citoyenne.

Ce renouveau des années 1980-1990 est porté par des dynamiques locales et expérimentales et par des acteurs historiques (Crédit Coopératif, Maif). Mais à partir des années 2000, la finance solidaire va s'institutionnaliser, les expérimentations n'en sont plus.

L'institutionnalisation dans les années 2000-2010 : cadres juridiques et changement d'échelle

En 1994, l'entreprise France Active avec la Caisse des Dépôts et Consignation sont à l'origine de l'un des premiers fonds solidaires¹⁶. Il est le premier à adopter un fonctionnement hybride, 90 % d'actifs conventionnels et 10 % d'actifs non cotés¹⁷. Ce fonctionnement se popularise les années suivantes et donne naissance à l'expression fonds « 90-10 » pour désigner les fonds solidaires. Cependant, la création de fonds d'investissement solidaires reste marginale¹⁸, elle dépend de gestionnaires d'actifs volontaires. Il faut attendre 2001 pour que l'Etat dynamise, via le cadre légal, la création de fonds « 90-10 ».

¹⁵ Produit d'épargne (fonds d'investissement, livrets) où une partie du taux d'intérêt ou de la performance est reversée sous forme de dons à des associations.

¹⁶ L'idée fut, en 1994, d'exploiter l'article 3 du décret n°89-623 du 6 septembre 1989 autorisant la détention d'actifs non conventionnels dans les fonds, dans une limite de 10% - pour permettre l'inclusion de titres d'entreprises solidaires (en l'occurrence des « billets à ordre » d'entreprises solidaires) dans des fonds d'investissement conventionnels.

¹⁷ Il est toujours commercialisé à ce jour sous l'appellation « Insertion Emplois Dynamique » et géré par Mirova. En 1983, l'Etat et la Caisse des dépôts avaient déjà créé l'IDES, société de capital-investissement dédiée aux entreprises de l'économie sociale (Defourny & Nyssens, 2017, p. 40).

¹⁸ L'association FAIR ne labellise que 2 fonds d'investissement solidaires en 1997.

Une série de lois, au début des années 2000, pose un cadre législatif favorable à la reconnaissance de l'économie solidaire¹⁹ et à la création de fonds d'investissement solidaires. Ce cadre législatif va agir sur deux volets particuliers : d'une part, l'Etat crée un dispositif pour reconnaître les entreprises solidaires, prenant la forme d'un agrément. D'autre part, l'Etat permet aux gestionnaires d'actifs de créer des fonds composés d'actifs d'entreprises solidaires et fait en sorte que l'offre de fonds d'investissement solidaires devienne progressivement obligatoire dans l'épargne salariale et de retraite collective.

En 2001, face au manque de financement persistant de l'économie solidaire et au faible nombre de fonds « 90-10 », l'agrément « Entreprise solidaire »²⁰ est créé par le code du travail et la loi Fabius concernant l'épargne salariale est votée²¹. D'un côté, les entreprises solidaires ont dorénavant un agrément qu'elles peuvent demander pour être identifiées comme telles. De l'autre, les fonds « 90-10 » sont démocratisés par la loi du 19 février 2001 (dite « loi Fabius ») sur l'épargne salariale introduisant la possibilité d'une option solidaire dans l'épargne salariale.

Ces fonds, pour devenir solidaires, doivent détenir entre 5 et 10 % de titres (ratio hérité du premier fonds solidaire) émis par des entreprises solidaires ayant l'agrément. La loi du 21 août 2003 (dite « loi Fillon ») et la loi de modernisation de l'économie (dite loi « LME ») de 2008 vont permettre de développer les fonds solidaires. Elles rendent obligatoire la proposition d'au moins un fonds d'investissement solidaire dans l'offre faite aux salariés dans le cadre de l'épargne salariale. Sous l'effet du fléchage obligatoire d'une partie de l'épargne salariale française, les actifs sous gestion des fonds solidaires, quasi inexistantes avant 2000, atteignent les 475 millions d'euros en 2004, pour atteindre les 2,2 milliards d'euros en 2010.

L'essor des fonds solidaires dits « 90-10 » ne peut être compris indépendamment de l'histoire institutionnelle de l'épargne salariale en France, ni des dynamiques politiques qui ont accompagné leur développement. Ces fonds, qui combinent 90 % d'actifs cotés conventionnels (qui deviendront par la suite 90 % d'actifs responsables) et 10 % d'investissements solidaires non cotés, ne sont pas apparus *ex nihilo* au moment de la loi de 2001 : ils ont été expérimentés

¹⁹ Avec l'arrivée du gouvernement Jospin, sensible à ces problématiques, en 2000, le Secrétariat d'Etat chargé de l'Economie sociale devient le Secrétariat d'Etat chargé de l'Economie sociale Solidaire, les chambres de l'économie sociale créées en 1983 par Pierre Mauroy deviennent les Chambres de l'économie sociale et solidaire et les expressions « économie sociale » (désignant les associations, les coopératives, mutuelles et fondations) et « économie solidaire » tendent à se superposer.

²⁰ L'agrément « entreprise solidaire » a été donné à 4 000 entreprises entre 2005 et 2012 (Direction Générale du Trésor, 2013).

²¹ L'article du code du travail définissant l'agrément est l'article L. 443-3-1 au code du travail. Ce sont les articles 16 et 22 de la loi de 2001 sur l'épargne salariale qui introduisent l'option solidaire.

en amont, dès les années 1980, en dehors de l'épargne salariale, notamment avec Nord-Sud Développement (1984), puis avec le fonds Insertion Emplois (1994) porté par la Caisse des Dépôts, France Active et plusieurs personnalités politiques engagées, dont Christian Sautter et Edmond Maire. Ce dernier, ancien secrétaire général de la CFDT devenu président de France Active, incarne le lien entre le monde syndical, les mouvements sociaux et la construction d'outils financiers solidaires. Le fonds Insertion Emplois apparaît ainsi comme une préfiguration assumée des dispositifs juridiques de la loi Fabius de 2001. Cette loi ne fait qu'institutionnaliser un outil testé, négocié et adapté au fil des années en lien avec les régulateurs, les syndicats et les structures de l'économie sociale.

La métaphore utilisée par l'un des acteurs de l'époque est éclairante²² : les fonds « 90-10 » sont le « clou », mais le « marteau » permettant de les activer est l'épargne salariale. Autrement dit, l'outil technique ne prend toute sa portée que lorsqu'il est inséré dans une logique de massification de l'épargne, adossée à une ingénierie sociale et politique. Cette dynamique visait un changement d'échelle : les particuliers, même incités fiscalement, n'avaient pas la capacité de faire émerger une finance solidaire à grande échelle. L'épargne salariale, en revanche, permet de mobiliser des capitaux significatifs issus de dispositifs collectifs, tout en associant syndicats, entreprises et salariés dans une logique de compromis entre capital et solidarité²³. Ce processus témoigne d'une stratégie institutionnelle cohérente, construite sur le temps long, où les expérimentations précèdent les réformes légales et où la finance solidaire s'inscrit pleinement dans une histoire politique de la redistribution et de la transformation des outils d'intermédiation financière.

La finance solidaire après 2014 : élargissement du champ de l'ESS

Cet encadrement juridique progressif, centré autour de l'épargne salariale et de la structuration des premiers fonds solidaires, a permis de structurer la finance solidaire comme un champ émergent à la croisée des intérêts publics, syndicaux et privés. Mais à partir de 2014, un nouveau cycle s'ouvre : la réforme de l'agrément solidaire, l'extension légale du périmètre de l'économie sociale et solidaire à de nouveaux types d'acteurs, ainsi que le rapprochement croissant avec

²² Entretien mené par l'auteur avec un gérant de fonds expérimenté dans le domaine de la finance solidaire (plus de vingt ans d'activité), enregistré en 2023. L'identité de l'intervenant et de la structure sont volontairement anonymisées.

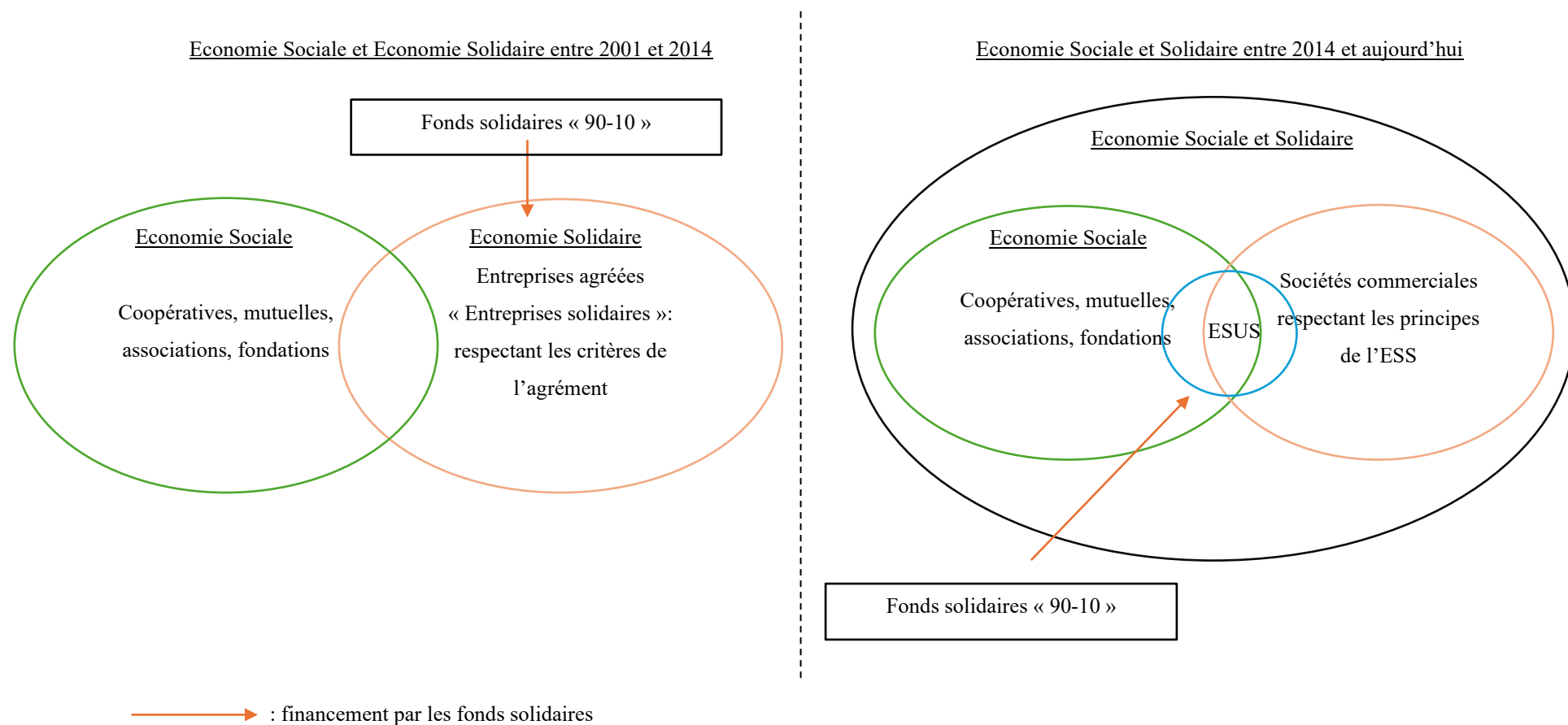
²³ Qui plus est, dans le cadre de l'épargne salariale, les capitaux sont relativement bloqués, ce qui est idéal considérant la nature illiquide des actifs solidaires. Cela facilite la tâche des fonds concernant le retrait des capitaux et la gestion du risque de liquidité lié à la détention d'actifs solidaires.

les standards et dispositifs de la finance responsable marquent un tournant dans l'élargissement et la recomposition de la finance solidaire.

En 2014, l'agrément Entreprise Solidaire est révisé, il devient l'agrément « Entreprise Solidaire d'Utilité Sociale » (ESUS) et reste nécessaire pour profiter d'investissement provenant de fonds d'investissement. De plus, l'économie sociale connaît un élargissement, elle devient l'Economie Sociale et Solidaire et celle-ci est définie par la loi. Elle comprend dorénavant les entreprises solidaires mais aussi certaines entreprises commerciales de l'ESS. L'agrément ESUS va élargir le périmètre des entreprises pouvant profiter des fonds solidaires.

Toutes les entreprises de l'ESS ne sont donc pas solidaires et toutes les entreprises solidaires n'adoptent pas les statuts de l'ESS (association, coopérative, fondation ou mutuelle). Les entreprises solidaires profitant des fonds solidaires sont dans un entre-deux : « *On constate aussi, que le statut juridique des organisations ne garantit pas le caractère solidaire de leurs activités financières et, qu'inversement, des organisations de finance solidaire reconnues n'utilisent pas toutes des statuts sans but lucratif* » (Artis, 2011, p.23).

Figure 1 : Périmètre des entreprises agréées et financées entre 2001 et 2014 et entre 2014 et aujourd'hui



Source : Auteur

A la fin des années 2010, la logique d'inclure des options solidaires dans les produits d'épargne se poursuit. La loi PACTE (Plan d'Action pour la Croissance et la Transformation des Entreprises) a introduit des dispositions visant à orienter l'épargne vers des investissements responsables²⁴. A partir de 2020, tout contrat d'assurance-vie multisupport proposé par les assureurs intègre au moins une unité de compte (UC) répondant à des critères environnementaux, sociaux ou solidaires. Cette exigence a été renforcée à compter du 1^{er} janvier 2022, date à partir de laquelle chaque contrat doit comporter au moins trois UC distinctes : une UC verte (label Greenfin), une UC socialement responsable (label ISR), et une UC solidaire. Les modalités précises sont fixées par le décret qui reconnaît les labels éligibles à ce dispositif, notamment le label ISR et le label Greenfin. En revanche, aucun label spécifique n'est exigé pour l'UC solidaire dans ce cadre, la réglementation se fonde principalement sur des critères d'investissement dans des entreprises solidaires d'utilité sociale (agréées ESUS).

Fin 2023, la loi relative au partage de la valeur au sein de l'entreprise²⁵, a introduit une nouvelle exigence en matière d'épargne salariale, applicable à partir du 1^{er} juillet 2024. En complément de l'obligation déjà existante de proposer au moins un fonds solidaire dans les dispositifs d'épargne salariale, les entreprises doivent désormais offrir au moins un fonds labellisé parmi une liste reconnue par l'État. Cette liste inclut notamment les labels ISR, Greenfin²⁶, Relance²⁷, CIES²⁸ et Finansol. Ce dernier étant explicitement mentionné pour la première fois dans un cadre réglementaire national comme critère de conformité. Il ne s'agit donc pas d'une substitution mais d'un ajout : les entreprises doivent proposer, en plus du fonds solidaire déjà

²⁴ L'obligation d'inclure des unités de compte (UC) solidaires dans les contrats d'assurance-vie multisupports a été introduite par la loi n° 2019-486 du 22 mai 2019, dite loi PACTE. Cette disposition est formalisée à l'article 72 de la loi, qui a inséré l'article L. 131-1-2 dans le Code des assurances. Selon cet article, à compter du 1^{er} janvier 2020, tout contrat d'assurance-vie en unités de compte doit proposer au moins une UC labellisée Greenfin, une UC labellisée ISR, et une UC solidaire (sans obligation qu'elle soit labellisée Finansol). A partir de 2022, ce sont les trois options qui doivent être proposées. Le décret n° 2023-1180 du 13 décembre 2023, reconnaît les labels éligibles.

²⁵ La loi n° 2023-1107 du 29 novembre 2023 relative au partage de la valeur au sein de l'entreprise. Cette obligation s'applique à partir du 1^{er} juillet 2024 pour tous les nouveaux plans d'épargne.

²⁶ Le label Greenfin, créé en 2015 par le ministère français de la Transition écologique, vise à orienter l'épargne vers la transition énergétique et écologique. Il garantit que les fonds labellisés investissent majoritairement dans des secteurs « verts » (énergies renouvelables, gestion des déchets, mobilité durable, etc.) et exclut les activités liées aux énergies fossiles.

²⁷ Label valorisant les investissements dans les PME et ETI cotées ou non. Les fonds labellisés doivent en outre respecter un ensemble de critères environnementaux, sociaux et de bonne gouvernance (ESG), incluant notamment l'interdiction du financement d'activités charbonnées et le suivi d'une note ou d'un indicateur ESG. <https://www.economie.gouv.fr/plan-de-relance/mesures/label-relance> consulté en avril 2025

²⁸ Le label CIES (Comité Intersyndical de l'Épargne Salariale), créé en 2002 par quatre grandes confédérations syndicales françaises (CFDT, CFTC, CFE-CGC, CGT), vise à garantir la qualité de la gestion des fonds d'épargne salariale. Il repose sur des critères de responsabilité sociale, environnementale et de gouvernance (ESG), ainsi que sur des exigences de transparence, de traçabilité des investissements et de participation des représentants des salariés dans le suivi des placements. Voir <https://www.ci-es.org/> consulté en avril 2025.

obligatoire, au moins un fonds labellisé selon les critères extra-financiers définis par la loi. Cette évolution marque une étape supplémentaire dans l'institutionnalisation de l'épargne responsable et solidaire au sein des dispositifs collectifs.

Pour conclure, certains acteurs comme des banques coopératives et mutualistes, en coopération avec la Caisse des Dépôts ainsi que l'État français, ont joué un rôle déterminant dans la structuration du secteur. D'abord, ces acteurs ont mis en place des expérimentations, comme les premiers projets ou fonds solidaires. Ensuite, l'Etat a donné un cadre légal plus clair pour la reconnaissance des entreprises solidaires et a mis en place un moyen pour qu'elles soient financées, tout en conservant l'aspect de participation citoyenne en collaboration avec les syndicats : les fonds solidaires. L'ensemble de ces éléments a permis à la finance solidaire française d'émerger comme un champ hybride, à la croisée de la société civile, de l'économie sociale, des institutions financières et de l'action publique, avec une dynamique de formalisation précoce et relativement structurée par rapport à d'autres pays européens.

Toutefois, si les dispositifs légaux et réglementaires ont contribué à formaliser le champ, ils n'ont pas pour autant fait disparaître les incertitudes définitionnelles et les tensions sémantiques qui traversent la notion de finance solidaire. Car au-delà de ces dispositifs, la finance solidaire demeure un objet en construction, dont les contours, les finalités et les critères d'appartenance continuent de faire l'objet de débats. C'est pourquoi il importe, à ce stade, de revenir sur l'évolution des définitions de la finance solidaire, afin de mieux saisir les enjeux de cadrage conceptuel et les recompositions qu'a connues ce champ au fil des deux dernières décennies.

Définitions de la finance solidaire : vers une institutionnalisation

Loin de constituer un objet conceptuellement stabilisé, la finance solidaire est traversée par des tensions et des reconfigurations, à mesure que ses pratiques se diffusent, que ses acteurs se diversifient et que ses objectifs se redéfinissent. Une pluralité de définitions se retrouvent tant dans les usages institutionnels que dans la littérature académique. Il ne s'agit donc pas ici d'en dresser un inventaire exhaustif, mais d'en restituer les principales inflexions, afin de mieux comprendre les enjeux de cadrage autour de cette notion.

De l'inclusion financière au financement d'utilité sociale : glissements définitionnels de la finance solidaire

Historiquement, la finance solidaire se définit par sa fonction de soutien à des publics ou des structures exclus des circuits bancaires traditionnels. Elle vise à faciliter l'accès au crédit dans

une logique d'insertion par l'activité économique, de lutte contre la marginalisation sociale et de réappropriation citoyenne des mécanismes de financement.

À la fin des années 1990, Vallat (1999) insiste sur cette fonction d'accès pour les publics en difficulté où la création de son propre emploi devient une forme de dernier recours. Le lien financier est aussi un lien social, il se matérialise par des financements, par des prêts, garanties, participations, accompagnement, microfinancement, de capital-risque, dans une optique de lutte contre la marginalisation due au chômage (Servet, 1999, p. 5), visant moins la rentabilité que la reconstitution de solidarités. Le lien financier devient ainsi le support d'un lien social renouvelé, dans une perspective de réinsertion ou d'émancipation. Ce lien financier ne paraît pourtant pas relever d'une logique marchande : le financeur et le bénéficiaire ont des objectifs communs (un objectif social : la lutte contre le chômage par exemple²⁹), le financement solidaire revêt en fait une forte dimension politique (Vallat, 2003). Le caractère solidaire de la finance solidaire ne renvoie donc pas aux activités financées, mais à l'établissement ou au renforcement des liens sociaux. C'est parce que les méthodes de financement sont utilisées pour construire et renforcer ce lien social que la finance est d'abord solidaire.

Cette lecture est renforcée par Gendron et Bourque (2003, pp. 56–57), qui mettent l'accent sur la dimension territoriale et communautaire : la finance solidaire sert des populations en prise avec le « *cercle vicieux de la pauvreté* » et pour qui la finance traditionnelle n'est plus adaptée. Taupin et Glémain, définissent la finance solidaire comme un continuum d'activité de financement et d'accompagnement pour les personnes morales et physiques exclues des solutions bancaires et financières traditionnelles (Taupin & Glémain, 2007b). Ils prolongent cette analyse en y intégrant une critique du désengagement de l'État et des banques, voyant dans la finance solidaire une réponse politique à l'affaiblissement des politiques publiques d'emploi, la financiarisation du crédit et de désengagement des banques dans l'accès au crédit (Taupin & Glémain, 2007a). Elle devient alors une finance alternative (Taupin & Glémain, 2007c), portée par une démarche individuelle et citoyenne de réorienter l'usage de l'argent, au-delà des logiques marchandes dominantes.

Artis (2011) propose une définition recentrée sur les entreprises financées. Dans cette définition, la nature et les statuts des entreprises sont définis, les entreprises financées doivent avoir une utilité sociale qui va au-delà de l'utilité pour leurs créateurs : environnement,

²⁹ L'aspect « lutte contre le chômage » est très présent dans les premières définitions, alors que la nature des activités financées est peu évoquée (de même que le statut des sociétés financées), cet aspect s'estompe peu à peu dans les définitions suivantes.

éducation, action sociale, insertion par l'économie (Artis, 2011, p. 8). Les entreprises se distinguent donc par les contraintes de financement qu'elles connaissent, en raison de leurs spécificités, particulièrement la poursuite d'objectifs sociaux (gouvernance partagée, redistribution ou réinvestissements des profits, non-lucrativité partielle). Ces contraintes sont induites par la nature des entreprises, c'est-à-dire par la poursuite de leur intérêt social, elles n'ont pas vocation à attirer les investisseurs. Par exemple, les actions non cotées d'une entreprise solidaire ou d'autres types de titres comme les titres associatifs ou les titres participatifs ne donnent lieu qu'à de faibles perspectives de revalorisation ou de plus-value. Leur valeur est généralement stable, peu négociable et surtout, il n'existe pas de marché secondaire pour échanger ces titres solidaires.

Ces modes d'entreprendre sont mal connus des financeurs, craignant un risque mal mesuré ou excessif dû à leurs statuts et à leur poursuite d'un intérêt social non financier. Ainsi la finance solidaire vient en complément du système financier traditionnel, ou en substitution de celui-ci, en privilégiant des circuits courts (Artis, 2015a, p. 142). Elle est redéfinie non comme un outil pour les exclus, mais comme un lien social et un mécanisme de soutien financier à des formes d'entrepreneuriat non conventionnelles, occupant une place particulière sur le « *spectre de l'utilité sociale* » (Artis, 2017).

Ces différentes approches renvoient à des conceptions distinctes, mais parfois complémentaires, de la finance solidaire : tantôt outil d'insertion pour les exclus, tantôt instrument de financement alternatif de l'économie sociale, tantôt levier d'impact social centré sur les entreprises à finalité collective. Elles mobilisent des références hétérogènes : l'anthropologie du don (Mauss, Orléan), la socio-économie monétaire (Théret), ou l'économie de l'information et du rationnement du crédit (Stiglitz, Rivaud-Danset). Cette pluralité théorique reflète la nature hybride de la finance solidaire, à la fois enracinée dans des pratiques de terrain et soumise à des dynamiques de formalisation et d'institutionnalisation.

Plutôt que d'y voir une contradiction, cette diversité peut être interprétée comme le signe d'une mutation historique : la finance solidaire se déplace d'une logique fondée sur la réparation de l'exclusion vers une logique d'allocation différenciée des ressources, reposant sur des critères d'utilité sociale. Dans cette perspective, nous proposons une grille de lecture permettant de comparer ces définitions selon plusieurs critères.

Tableau 1: Tableau de synthèse des définitions de la finance solidaire

Auteurs	Acteurs principaux	Rôle de l'État	Public cible	Contexte d'émergence
Vallat (1999, 2003) & Servet (1999)	Porteurs de projets, associations, organismes de microcrédit, financeurs de proximité	Rôle faible ou indirect ; critique de l'assistance publique	Individus exclus du crédit, chômeurs, publics précaires, ou marginalisés	Exclusion, creux bancaire, crise de l'Etat-providence, besoin de lien social
Gendron & Bourque (2003)	Organisations locales et communautaires, syndicats	Rôle marginal de l'État ; émergence d'une régulation portée par la société civile, entre État et marché	Communautés locales pauvres	Mondialisation, fin du régime d'accumulation fordiste
Taupin & Glémain (2007)	Citoyens-épargnants, structures ESS	Retrait de l'État, cadre peu favorable initialement	Exclus du crédit, acteurs locaux	Crise sociale, désengagement des banques
Artis (2011-2017)	Entreprises sociales, financeurs	Rôle croissant de l'Etat à travers une reconnaissance institutionnelle (agrément, lois)	Entreprises à utilité sociale	Institutionnalisation du champ, essor des fonds 90-10
Cadre légal (loi ESS 2014)	Etat, entreprises ESUS, label finansol	Rôle central de l'État dans la reconnaissance juridique et l'encadrement formel de la finance solidaire	Entreprises à utilité sociale selon la loi	Institutionnalisation, volonté de lisibilité et de fléchage de l'épargne

Source : Auteur

A cet égard, il peut être utile de rappeler que la loi de 2014 sur l'ESS a formalisé, à travers l'agrément ESUS, une définition juridique des entreprises considérées comme solidaires. Celles-ci doivent poursuivre à titre principal une utilité sociale, définie légalement autour de cinq grands objectifs : soutien aux personnes fragiles, renforcement du lien social, éducation à la citoyenneté, transition écologique et solidarité internationale, ou encore valorisation du patrimoine. À cela s'ajoutent des critères stricts de gouvernance, de non-lucrativité relative et d'absence de cotation en bourse. Cette définition légalement encadrée permet de cibler les bénéficiaires des financements solidaires et d'assurer une certaine cohérence dans les pratiques. Toutefois, elle s'appuie sur une vision relativement fonctionnaliste et normative de la solidarité, qui diffère des approches portées par la littérature académique. Tandis que les travaux en sciences sociales insistent davantage sur la nature des liens sociaux créés, les logiques d'engagement, ou la critique du capitalisme financier, le droit propose une grille de lecture plus opérationnelle, centrée sur les objectifs déclarés et la conformité statutaire.

En somme, si les différentes définitions de la finance solidaire présentent des points communs, notamment l'idée de répondre à des besoins délaissés par la finance conventionnelle et de renforcer les liens sociaux par le biais du financement, elles ont évolué au fil du temps. Comme le montre le tableau de synthèse, la notion s'est déplacée d'une logique auto-organisée et portée

par des collectifs citoyens ou des acteurs de terrain, vers un cadre plus institutionnalisé et juridiquement encadré. Aujourd'hui, l'accès aux financements solidaires, notamment via les fonds « 90-10 », repose en grande partie sur l'obtention de l'agrément ESUS. Cette évolution reflète deux aspects : d'une part, la définition de ce qui est « solidaire » s'est progressivement centrée sur des critères administratifs et statutaires, au détriment des publics bénéficiaires qui, bien qu'évoqués dans la loi, ne sont plus au cœur des dispositifs ; d'autre part, les critères d'éligibilité encadrés par l'État sont désormais interprétés par les intermédiaires financiers pour accorder des financements³⁰, ce qui contribue à une reconfiguration dans l'allocation des ressources. Si ce processus a permis une montée en puissance et une meilleure lisibilité de la finance solidaire, il soulève aussi des interrogations sur la redéfinition de ses finalités, la normalisation des critères d'éligibilité et la place laissée aux formes plus informelles ou émergentes de solidarité économique.

La finance solidaire institutionnelle : de la finance solidaire à la finance à impact

La diversité des définitions de la finance solidaire ne reflète pas seulement la richesse d'un champ en construction. Elle révèle également des tensions conceptuelles et des déplacements progressifs de sens. Historiquement conçue comme une réponse à l'exclusion bancaire et sociale, la finance solidaire s'est d'abord constituée dans une logique réactive : compenser les défaillances du marché et le retrait de l'État, en mobilisant des dispositifs fondés sur la proximité, la réciprocité et la reconstruction de liens sociaux par le crédit. Cette orientation, fondée sur des pratiques de terrain et portée par une critique implicite du système financier, tend toutefois à enfermer la finance solidaire dans une posture palliative, cantonnée à la marge.

À partir des années 2000-2010, un glissement s'opère : la finance solidaire ne cible plus uniquement les exclus du crédit, mais oriente davantage son action vers le financement d'entreprises à « utilité sociale », relevant de l'ESS. Cette évolution s'accompagne d'une double transformation. D'une part, la nature des bénéficiaires se redéfinit : les publics deviennent indirects et s'éloignent de l'épargnant, ce sont les structures solidaires qui sont d'abord les destinataires du financement. D'autre part, le champ de la finance solidaire se dote de dispositifs juridiques et techniques encadrés par l'État (agrément ESUS, label Finansol, fonds 90-10), qui contribuent à formaliser une nouvelle frontière du « solidaire ».

³⁰ Les entreprises ESUS peuvent avoir accès à des financements de la Banque Publique d'Investissement, de la Banque des Territoires et profiter « d'une meilleure reconnaissance et visibilité de leur activité auprès de partenaires ou encore de dispositifs de soutien spécifiques mises en œuvre par des collectivités locales » (ESS France, 2020, p. 20).

Ces changements traduisent une montée en généralité du secteur, au prix potentiel d'un affaiblissement de sa dimension critique. Afin d'appréhender cette transformation, on peut proposer une lecture typologique du champ, en distinguant deux idéal-types d'acteurs :

Tableau 2: Deux idéal-types d'acteurs de la finance solidaire : « historique » et « institutionnelle »

	Finance solidaire historique	Finance solidaire institutionnelle
Type d'acteur	Entreprises de l'ESS, agréées ESUS et/ou proposant des supports labellisés Finansol	Sociétés de gestion d'actifs gérant et distribuant des fonds solidaires
Exemple	La Nef ; Habitat & Humanisme ; Entreprendre pour Humaniser la Dépendance ; France Active Investissement ; SNL Prologues ; Terre de Liens ; 3 Colonnes ; Solifap ; INCO Ventures ; SIDI ; Chênelet ; l'Adie ; Energie Partagée investissement ; Phitrust	Mirova et Natixis IM ; Amundi ; BNP Paribas ; Crédit Mutuel AM ; Sienna Gestion ; Novaxia ; Ecofi ; Ofi invest AM ; Arkea IS ; La Banque Postale AM

Source : Auteur

Ce tableau distingue deux catégories d'acteurs jouant un rôle clé dans la finance solidaire. D'un côté, des entreprises solidaires (foncières, sociétés de capital-risque solidaire...), qui utilisent leur capital pour financer leurs propres activités ou financer directement d'autres acteurs. De l'autre, des gestionnaires d'actifs solidaires, souvent rattachés à de grands groupes financiers, qui conçoivent, gèrent et distribuent des fonds solidaires (notamment les fonds dits « 90-10 »), en assurant leur conformité réglementaire et leur stratégie d'investissement.

Cette nouvelle frontière de la finance solidaire, dans laquelle, les gestionnaires d'actifs collectent l'épargne, au lieu des entreprises solidaires elles-mêmes et choisissent les entreprises à financer, révèle une tension croissante entre deux logiques. D'un côté, une logique militante et citoyenne, attachée à la participation, à l'autogouvernance et à l'ancrage territorial, incarnée par les entreprises solidaires. De l'autre, une logique institutionnelle et gestionnaire, orientée vers l'évaluation de l'impact, la stabilité financière et l'intégration dans des standards professionnels (risque, rentabilité, liquidité), incarnée par les gestionnaires d'actifs. Cette opposition recouvre une ligne de fracture entre projet politique et ingénierie financière, entre réforme sociale et rationalisation technique.

Dans ce contexte, l'hybridation croissante avec la finance à impact ne constitue pas une simple proximité : elle opère un déplacement profond dans les finalités et les pratiques de la finance solidaire. Présentée comme un « précurseur » de l'investissement à impact, cette dernière se voit progressivement reconfigurée à travers un langage de performance mesurable, d'efficacité standardisée et de reporting normé. Ce cadrage ne traduit pas seulement un changement d'instruments, il introduit une relecture technocratique³¹ de la transformation sociale dans laquelle les fonds d'investissement deviennent les arbitres des causes soutenues (effaçant par la même, la dimension contestataire ou politique). En sélectionnant les entreprises selon leur stabilité économique, pour limiter le risque financier et leur capacité à produire des impacts évaluables, pour nourrir les exigences de redevabilité³², les gestionnaires redéfinissent ce que signifie « faire du social ». La solidarité n'est plus seulement une affaire d'engagement ou de réciprocité, mais une affaire d'optimisation d'impact et de minimisation du risque au sein d'un portefeuille.

Ainsi, ce ne sont plus seulement les bénéficiaires finaux, mais bien les structures jugées aptes à prouver leur utilité et leur stabilité financière qui deviennent éligibles au financement solidaire. Ce renversement révèle une tendance plus large : l'institutionnalisation, et peut-être la financiarisation, de la finance solidaire ne signifie pas son effacement, mais sa réinterprétation. Elle s'accompagne d'un transfert de pouvoir symbolique et opérationnel : des porteurs de projets vers les gestionnaires, des logiques citoyennes vers des logiques de marché responsables. En clair, ce sont les gestionnaires de fonds, avec leurs outils, leurs indicateurs et leurs arbitrages, qui décident. Cette évolution soulève une question centrale : que devient la finalité transformatrice lorsqu'elle est reconfigurée à travers les grilles d'évaluation de la finance à impact ? C'est à cette question que s'attache la section suivante en analysant les fondements, les promesses et les ambiguïtés de la finance à impact contemporaine.

La diversification des objectifs, des méthodes et des entreprises financées par les fonds solidaires a favorisé un rapprochement sémantique et méthodologique avec la finance à impact. Déjà familiers des outils de sélection, d'évaluation et de reporting, ces fonds ont permis à cette nouvelle approche de s'ancrer rapidement dans le contexte français. Pour en saisir les ressorts

³¹ Entendue ici comme reformulée dans les termes et les outils d'experts. Le déplacement du lien humain vers le reporting ; de l'action militante vers l'optimisation des métriques ne veut pas dire que l'intention disparaît, mais qu'elle est traduite dans un langage technique, et donc potentiellement, amoindrie dans ses dimensions sociales ou politiques.

³² L'idée est que les outils de mesure d'impact ne sont pas là juste pour s'évaluer en interne, mais pour produire des preuves destinées à des tiers : investisseurs, épargnants, pouvoirs publics, régulateurs. Ces preuves permettent au fonds de justifier ses choix, de montrer sa bonne gestion, de se légitimer dans l'écosystème.

et les implications, il convient désormais d'analyser les origines et les spécificités de la finance à impact.

De la finance solidaire à la finance à impact, prolongement et reconfiguration

Définitions et historique de la finance à impact

La finance à impact (traduit de l'anglais « *impact investing* ») émerge à la fin des années 2000 dans les pays anglo-saxons, plus particulièrement aux États-Unis et au Royaume-Uni. Son avènement coïncide avec la crise financière mondiale de 2008, symbolisant la dérive capitaliste et ses « excès » (Kabouche, 2024, p. 134). La crise de 2008 est donc le déclencheur justifiant une transition nécessaire de la finance. Face à ces critiques, certains acteurs financiers ou issus de la philanthropie américaine cherchent à présenter une approche alternative, affirmant qu'il est possible d'investir de manière rentable tout en générant des bénéfices sociaux et environnementaux tangibles. Ainsi, le terme « *impact investing* » apparaît formellement en 2007 lors d'une réunion organisée par la *Rockefeller Foundation* à Bellagio, en Italie, rassemblant des « leaders de la finance, de la philanthropie et du développement » (The Rockefeller Foundation & E.T. Jackson and Associates, 2012), par une démarche novatrice combinant intention sociale et rendement financier (Bugg-Levine & Emerson, 2011; Trelstad, 2016).

Un moment important dans l'affirmation de la finance à impact est la publication d'un rapport séminal par le Monitor Institute (Freireich & Fulton, 2009). Ce rapport souligne la nécessité d'une approche hybride mêlant logique philanthropique et recherche d'un rendement financier. Dans la continuité de ce rapport, la *Rockefeller Foundation* crée en 2009 le *Global Impact Investing Network* (GIIN), conçu pour soutenir et structurer ce nouveau champ. Cette impulsion est accompagnée par des travaux pionniers de la part d'acteurs financiers traditionnels, notamment JP Morgan, Bridges Ventures ou Monitor Group (Deloitte) (Bridges Ventures, 2010; Freireich & Fulton, 2009; J.P.Morgan, 2012; O'Donohoe et al., 2010). Ces travaux, en particulier le rapport « *Impact Investments – An emerging asset class* » publié en collaboration avec J.P Morgan et le GIIN, positionnent la finance à impact comme une classe d'actifs en soi, capable d'attirer aussi bien les capitaux philanthropiques que ceux des investisseurs institutionnels.

Il s'agit de dépasser la philanthropie ou la charité et de concevoir un modèle financier visant ouvertement la création de valeur sociale et environnementale, tout en conservant l'exigence d'une performance économique. Cette perspective renvoie à la notion de *blended value*, selon

laquelle toute organisation, qu'elle soit lucrative ou non, produit simultanément des effets économiques, sociaux et environnementaux. Elle remet ainsi en cause la séparation communément admise entre les secteurs lucratif et non lucratif. En ce sens, la notion d'*impact investing* « *perturbe un monde organisé autour des croyances concurrentes selon lesquelles les investissements à but lucratif ne devraient produire que des rendements financiers, tandis que les personnes qui se soucient des problèmes sociaux devraient donner de l'argent pour tenter de résoudre ces problèmes ou attendre que le gouvernement intervienne* (traduction de l'auteur) » (Bugg-Levine & Emerson, 2011).

La finance à impact s'inscrit dans une trajectoire plus longue, héritée à la fois de l'investissement socialement responsable (ISR) et des pratiques philanthropiques de type *program related investments* (PRI) (Trelstad, 2016). Elle occupe une position différente entre ces approches, elle se distingue par exemple de l'ISR en ne visant pas à exclure des entreprises et des secteurs d'activités, ou en sélectionnant les entreprises qui adoptent les meilleures pratiques.

Dès les textes « fondateurs » (Bridges Ventures, 2010; Bugg-Levine & Emerson, 2011; Freireich & Fulton, 2009; O'Donohoe et al., 2010) , la finance à impact se distingue par trois caractéristiques centrales : l'intentionnalité, l'additionnalité et la mesurabilité de l'impact. Ces éléments sont présents de manière explicite ou implicite dans les premiers rapports qui ont structuré le champ. La notion d'intentionnalité renvoie à la volonté explicite de l'investisseur de générer un impact social ou environnemental positif, au-delà du seul rendement financier. Le rapport de J.P. Morgan et de la Rockefeller Foundation affirme ainsi que « *l'investissement doit être conçu avec l'intention de générer un impact social ou environnemental positif. Cela distingue les investissements à impact des investissements dont les conséquences sociales ou environnementales positives sont non intentionnelles* (traduction de l'auteur) » (O'Donohoe et al., 2010, p. 8). Cette exigence est également formulée dans des termes plus explicites par Bridges Ventures (2010, p. 3), pour qui « *l'intention [...] est un critère de qualification fondamental ; les investissements qui aboutissent fortuitement à un bien social ne sont pas considérés comme des investissements à impact* » , et par Bugg-Levine et Emerson (2011), qui en font le cœur de la rupture opérée par l'*impact investing* avec les pratiques classiques de placement. Il s'agit bien d'un investissement dont la finalité d'impact est inscrite dans le projet dès l'origine et non d'un effet secondaire ou fortuit.

La question de l'additionnalité³³, même si elle n'est pas encore désignée par ce terme, est également présente. La finance à impact vise à mobiliser des capitaux privés dans des secteurs où ni les marchés classiques, ni la philanthropie ne peuvent répondre seuls aux besoins sociaux. Ces nouveaux fonds à impact doivent permettre « *d'apporter des solutions à une échelle que les interventions purement philanthropiques ne peuvent atteindre* » (Bridges Ventures, 2010, p. 3; Freireich & Fulton, 2009, p. 5). L'idée sous-jacente est claire : l'investissement à impact doit produire des effets qui n'auraient pas eu lieu sans cet apport de capital, ce qui correspond précisément à la définition de l'additionnalité.

Le troisième pilier, la mesurabilité, est affirmée dès les origines comme une exigence centrale. Il s'agit non seulement de produire des résultats, mais de garantir qu'ils soient quantifiables et vérifiables. Le rapport de JP Morgan (2010) souligne à plusieurs reprises cette nécessité, précisant que les investisseurs doivent pouvoir « *mesurer et rendre compte de la performance sociale et environnementale ainsi que des progrès des investissements sous-jacents* » (p. 5). Dans leur vision future, les auteurs affirment que « *nous créerons un langage commun, et les systèmes de mesure permettront d'orienter nos capitaux et notre attention vers les entreprises les plus aptes à générer simultanément du profit et de la valeur sociale* » (Bugg-Levine & Emerson, 2011, p. 15). La mesure de l'impact devient ainsi un instrument de légitimation, mais aussi de structuration de la filière.

Ces trois critères fondamentaux sont également mobilisés pour légitimer l'idée selon laquelle l'*impact investing* constitue une véritable classe d'actifs. Le rapport de JP Morgan de 2010 est le premier à formuler cette ambition de façon explicite, en parlant d'une « classe d'actifs émergente » (O'Donohoe et al., 2010, p. 6), permettant ainsi aux professionnels de la finance de mieux s'emparer du concept³⁴. L'impact peut s'appliquer à toutes les classes d'actifs traditionnelles, dette, capital-risque, immobilier, etc., couvrant ainsi l'ensemble du spectre de l'investissement conventionnel (Bridges Ventures, 2010, p. 15).

³³ « L'additionnalité est envisagée comme l'action ou la contribution particulière et directe de l'investisseur permettant à l'entreprise investie ou au projet financé d'accroître l'impact net positif généré par ses activités. Elle répond à la question : « si l'actif n'avait été financé par cet investisseur en particulier quelle serait la différence ? » » (FIR & France Invest, 2020).

³⁴ « Définir les investissements à impact comme une classe d'actifs au sein de l'espace des investissements alternatifs est le plus susceptible de conduire à la croissance des actifs, comme on l'a observé dans le cas des fonds spéculatifs, du capital-investissement et des matières premières. Reconnaître l'investissement à impact comme une classe d'actifs permettra aux gestionnaires d'actifs et aux investisseurs de développer des compétences uniques pour réaliser et gérer des investissements à impact, de s'organiser autour de l'opportunité et de développer des normes et des références pour améliorer la performance. (traduction de l'auteur) » (O'Donohoe et al., 2010, p. 24).

Ces notions structurantes sont présentes dès la formalisation du champ et constituent le socle commun sur lequel s'est construite l'architecture intellectuelle et opérationnelle de la finance à impact. Elles témoignent d'une ambition initialement forte : refonder partiellement les critères de l'investissement, en intégrant des finalités sociales et environnementales au cœur même des logiques financières.

Bien qu'elle paraisse relativement simple à première vue, la définition de la finance à impact donne lieu à une diversité d'interprétations (Höchstädter & Scheck, 2015). Elle est généralement comprise comme une combinaison d'objectifs financiers et extra-financiers, mais des nuances apparaissent lorsqu'il s'agit de préciser le niveau de rendement attendu (ibid.). Certaines approches privilégient une logique de rentabilité compatible avec les standards de marché (*finance first*), tandis que d'autres acceptent un rendement plus modeste au nom de la finalité sociale (*impact first*). Par ailleurs, le degré d'exigence attaché à cette visée sociale est assez flou dans les définitions du secteur. Par exemple la définition du GIIN reste assez générale, elle définit les investissements à impact comme des « *investissements réalisés dans l'intention de générer un impact social et environnemental positif et mesurable, parallèlement à un rendement financier* » (GIIN, 2025). Cette définition ne précise ni le profil des bénéficiaires, ni la nature des organisations ciblées, qu'il s'agisse d'entreprises commerciales classiques ou à mission sociale explicite. Aussi, ce manque de clarté contribue à une certaine confusion entre différentes pratiques et terminologies : « *social finance* », « *socially responsible investment* »... Si cette souplesse permet sans doute de fédérer un large éventail d'acteurs autour d'une bannière commune, elle interroge néanmoins la cohérence conceptuelle du champ et sa capacité à s'adapter à des contextes géographiques et financiers différents.

L'émergence de la finance à impact dans l'écosystème français

La France s'inscrit rapidement dans cette dynamique internationale. L'investissement à impact y apparaît dès le début des années 2010, dans un contexte particulier marqué par la préexistence d'une finance solidaire et d'une économie sociale et solidaire (ESS) historiquement structurées. Afin de relayer au niveau national l'initiative internationale prise par le G8 en 2013 (sous la présidence de Sir Ronald Cohen), un Comité français sur l'investissement à impact social est créé, Hugues Sibille (Crédit Coopératif) est chargé par Benoît Hamon alors ministre de l'ESS, de le présider. Ce comité publie en 2014 un rapport décisif intitulé « Comment et pourquoi favoriser des investissements à impact social ? », qui propose la première définition institutionnelle française de l'investissement à impact social. Cette définition insiste particulièrement sur la coexistence explicite du retour social et du rendement financier, mais

aussi sur l'importance d'un processus rigoureux et continu d'évaluation des impacts obtenus (Comité français sur l'investissement à impact social, 2014).

D'autres acteurs tels que le Forum pour l'investissement responsable (FIR), France Invest ou encore Finance for Tomorrow contribuent également à l'institutionnalisation française de ce concept. Ils reprennent les standards internationaux (intentionnalité, additionnalité et mesure d'impact) tout en les adaptant au contexte national, notamment à travers des cadres réglementaires ou des labels existants comme Finansol ou ESUS (Comité français sur l'investissement à impact social, 2014; FIR & France Invest, 2020; IFD, 2021). En parallèle, plusieurs grands groupes financiers français comme Amundi ou Mirova se positionnent rapidement sur ce marché émergent, contribuant à légitimer davantage le secteur auprès des investisseurs traditionnels.

En France, la finance à impact fonctionne selon des modalités particulières par rapport à d'autres pays, notamment anglo-saxons. Alors qu'aux États-Unis ou au Royaume-Uni, l'investissement à impact prend souvent la forme d'un capital-risque social (« *venture philanthropy* »), en France il se développe principalement en lien avec la finance solidaire déjà existante (Chiapello & Godefroy, 2017). De nombreux fonds à impact s'appuient sur les structures préexistantes telles que les fonds dits « 90-10 », qui combinent investissements ISR et investissements solidaires dans des entreprises agréées.

La France présente aussi la particularité notable d'avoir développé un dispositif institutionnel unique autour de l'épargne salariale solidaire, qui canalise une partie de l'épargne des particuliers vers des placements solidaires et à impact. Ce mécanisme renforce considérablement l'institutionnalisation de la finance à impact en France et contribue à sa visibilité grandissante auprès du grand public. Ainsi, le fonctionnement concret de la finance à impact en France se caractérise par une hybridation entre innovations internationales et particularités locales ancrées dans l'histoire de la finance solidaire et des politiques publiques en matière d'économie sociale.

En raison de son histoire spécifique, la France est confrontée à la coexistence de deux types de finance à vocation sociale : la finance solidaire, historiquement plus ancienne et la finance à impact, plus récente. Toutes deux cherchent à canaliser des ressources financières vers des projets à forte utilité sociale ou environnementale. Cependant, elles divergent sensiblement quant à leurs principes de fonctionnement et à leurs logiques fondamentales. La finance à impact est portée par des principes consensuels en apparence, comme la recherche d'impact,

l'efficacité, la mesure. Mais elle s'inscrit aussi dans un contexte et des codes particuliers qui suscitent des interrogations et des critiques sur le discours dominant de la finance à impact.

La finance à impact : limites du discours dominant

Un premier point de tension majeur concerne la définition même de la finance à impact. Si cette pratique consiste à générer un impact socio-environnemental positif et mesurable ainsi qu'un rendement financier, le terme « impact » désigne simplement la performance socio-environnementale des investissements. Autrement dit, la définition est fondamentalement tautologique : la finance à impact se définit par la création d'impact, lequel est lui-même défini par rapport à son propre résultat (Burnier et al., 2022). Ce flou constitutif permet une pluralité d'interprétations du terme « impact » ; il devient un concept auquel chacun peut attribuer ses propres significations sans en préciser les contours conflictuels. Cette ambiguïté est en partie réduite par des dispositifs techniques de mesure standardisée et par des récits exemplaires centrés sur les témoignages d'investisseurs, qui rendent l'impact plus « tangible », mobilisateur voire « compatissant » (Barman, 2016; Burnier et al., 2022).

Ainsi stabilisée, la notion d'impact devient suffisamment vague pour être appropriée par des acteurs hétérogènes, mais aussi suffisamment stable pour permettre une coordination temporaire entre ces acteurs³⁵ (Barman, 2020). En ce sens, l'impact fédère tout en divisant, sa polysémie permet l'émergence d'un marché, sans garantir une compréhension commune de ce qu'il désigne ou de ses objectifs réels.

Plusieurs travaux critiques soulignent que cette dynamique contribue à produire un discours de la finance à impact qui tend à être standardisé et homogène (Caseau, 2021), voire aseptisé ou dépolitisé (Burnier et al., 2022) en édulcorant les causes profondes des problèmes sociaux et environnementaux. Cette ambiguïté conceptuelle s'accompagne d'une normalisation progressive d'un référentiel dominant, comme le suggère Hehenberger et al. (2019). Ces auteurs montrent comment certaines conceptions, notamment celles valorisant la standardisation, la mesure quantitative et la rationalité économique, se sont progressivement imposées comme normes dominantes du secteur. À l'inverse, les approches alternatives fondées sur l'adaptation locale, les évaluations qualitatives ou les valeurs sociales sont progressivement marginalisées.

³⁵ Barman (2020) mobilise le concept d'« objet frontière » (*boundary object*) qui renvoie à un dispositif qui permet à des acteurs issus de mondes sociaux différents de coopérer sans partager une définition commune, en s'appuyant sur sa flexibilité interprétative. Il est à la fois assez malléable pour s'adapter localement et assez stable pour servir de point d'ancrage à une action collective (Star & Griesemer, 1989, p. 404).

Toujours selon Hehenberger et al. (2019), le déploiement d'un langage managérial unifié, l'essor de standards de reporting et la diffusion de modèles d'évaluation centrés sur l'efficacité technique contribuent à structurer le champ autour d'un idéal de performance mesurable, participant ainsi à une fermeture du champ des possibles. Dans cette perspective, le développement de l'investissement à impact semble alors parfois davantage servir l'expansion d'un marché et l'outillage d'un secteur professionnel que la résolution effective des problèmes sociaux et environnementaux (Burnier et al., 2022; Hehenberger et al., 2019).

D'un point de vue critique plus profond, la finance à impact produit aussi un effet idéologique puissant. La finance à impact serait capable d'offrir une réponse aux problèmes sociaux et à la crise de légitimité de la finance traditionnelle, sans changement institutionnel profond (Chiapello, 2023). Dans cette lecture, la recherche de rendement est transformée en solution, alors qu'elle peut aussi être analysée comme une cause des déséquilibres sociaux. Une phrase tirée de Chiapello et Knoll (2020), qui analysent le lien entre protection sociale et finance à impact, me semble résumer clairement ce paradoxe : « [le capital] *est transformé en solution aux problèmes sociaux, au lieu d'être identifié comme leur cause* » (Chiapello & Knoll, 2020, p. 8).

Par ailleurs, comme le montre Golka (2023), l'essor du *Social Impact Investing* repose en partie sur la capacité de ses promoteurs à construire un discours attractif pour les acteurs publics, promettant des solutions innovantes et rentables à des problèmes sociaux complexes. Ce cadrage a permis à certains acteurs privés de capter subventions, garanties ou avantages fiscaux, tout en légitimant leur rôle dans la résolution de problèmes collectifs. Mais Golka souligne également que ce modèle repose sur des attentes financières souvent irréalistes et masque des logiques extractives (Golka, 2023), renforçant une dépendance au soutien étatique sans transformation structurelle des enjeux traités.

Selon Chiapello (2023), la finance à impact contribue à une transformation des modes de traitement des enjeux sociaux et environnementaux, en remplaçant des logiques redistributives ou délibératives par des mécanismes d'investissement privé. Cette analyse trouve un écho dans les travaux de Chiapello et Engels (2021), qui se penchent plus spécifiquement sur les dispositifs techniques mobilisés pour intégrer les enjeux environnementaux aux logiques de marché. Ces autrices qualifient d'« intangibles environnementaux » des artefacts socio-techniques tels que les crédits carbone ou les métriques de biodiversité, conçus pour représenter de manière quantifiée des effets environnementaux et les intégrer à des marchés spécifiques.

Ces objets, selon les autrices, facilitent l'alignement des enjeux socio-écologiques avec les exigences de valorisation financière. Toujours selon Chiapello et Engels (2021), cette logique de valorisation par la finance peut conduire à une déconnexion croissante entre les instruments mobilisés et les réalités sociales ou écologiques auxquelles ils prétendent s'appliquer.

Ainsi, loin d'incarner une rupture avec les logiques dominantes de la finance traditionnelle, la finance à impact apparaît de plus en plus comme un mécanisme d'adaptation du capitalisme à ses propres contradictions. Il propose une réponse marchande à des problèmes qui ne le sont pas toujours, alignant la logique de l'investissement sur celle de la transformation sociale au prix d'une neutralisation critique et d'une réduction normative des finalités de l'action collective.

Cette analyse critique nuance l'optimisme initial souvent associé à la finance à impact, en révélant ses ambiguïtés conceptuelles. Dans ce contexte, le rapprochement stratégique en France entre la finance solidaire et la finance à impact apparaît comme une tentative ambivalente de concilier ces deux logiques, solidaire et à impact, sous une même bannière institutionnelle.

Quels liens entre FAIR, la finance solidaire et la finance à impact ?

La relation entre finance solidaire et finance à impact en France connaît une évolution majeure en 2021, lorsque Finansol, l'association historique de la finance solidaire créée dans les années 1990, fusionne avec l'iiLab pour devenir FAIR. Cette fusion ne constitue pas un changement institutionnel mineur, mais traduit un véritable recentrage stratégique sur la notion de finance à impact social, jusque-là portée principalement par des acteurs issus des sphères anglo-saxonnes de la philanthropie et de la finance institutionnelle. La formulation employée dans la charte FAIR de 2021, selon laquelle la finance solidaire serait désormais présentée comme le « précurseur en France de l'investissement à impact social » (FAIR, 2021a), témoigne clairement de ce repositionnement. Il s'agit, de manière subtile mais décisive, de réinscrire la finance solidaire dans une trajectoire plus large, lui conférant rétrospectivement un rôle de précurseur de la finance à impact, alors que, d'un point de vue strictement historique et conceptuel, les deux formes de finance obéissent à des logiques différentes.

En positionnant ainsi rétrospectivement la finance solidaire comme précurseur de la finance à impact, FAIR effectue un choix stratégique significatif, cherchant sans doute à rassembler sous une même bannière identitaire des acteurs aux cultures institutionnelles très différentes, tout en valorisant la spécificité française dans l'essor international de la finance à impact. Cependant,

cette démarche comporte un risque d'anachronisme narratif, voire de dépolitisation de la finance solidaire. En effet, en assimilant implicitement la finance solidaire à une simple étape préparatoire d'une modernité financière plus large, ce nouveau discours pourrait occulter les tensions réelles entre une vision alternative de l'économie et une logique plus institutionnelle centrée sur l'efficacité financière et la standardisation des impacts sociaux et environnementaux.

Ce repositionnement se reflète concrètement dans la transformation des outils institutionnels eux-mêmes, notamment dans le règlement du label Finansol. Historiquement centré sur la solidarité, le label intègre désormais pleinement le vocabulaire et les standards de la finance à impact, privilégiant des notions telles que l'intentionnalité, l'additionnalité et la mesure de l'impact social. Lors des audits annuels, les questions posées aux porteurs de projets mettent désormais l'accent sur la production d'« impact social », remplaçant progressivement les références directes à la « solidarité ». Cette évolution traduit le glissement des cadres d'évaluation et des discours, renforçant l'alignement avec la logique de la finance à impact.

Ainsi, si cette stratégie peut apparaître judicieuse en termes de fédération des acteurs et de lisibilité institutionnelle à l'échelle internationale, elle n'en demeure pas moins porteuse d'enjeux critiques importants. Elle interroge notamment la capacité future de FAIR à préserver la singularité historique, la portée politique et la vocation critique initialement portées par la finance solidaire française.

Ce rapprochement stratégique, bien que pragmatique, a été largement facilité par l'existence préalable des fonds solidaires qui constituaient déjà un espace propice à l'intégration progressive des logiques de la finance à impact. En effet, les fonds solidaires, par leur structuration financière hybride, offraient un terrain favorable à cette convergence vers des pratiques standardisées et des critères méthodologiques dominants de la finance à impact.

Finance à impact et fonds solidaire : une proximité fonctionnelle et conceptuelle

Ce rapprochement stratégique entre finance solidaire et finance à impact en France a été facilité par l'existence préalable des fonds solidaires, qui reposaient déjà sur une logique d'investissement structurée avec une finalité sociale. En effet, ces fonds dits « 90-10 » disposaient dès l'origine de caractéristiques organisationnelles proches des exigences promues par la finance à impact : une stratégie extra-financière explicite, des objectifs sociaux clairement établis, ainsi que des mécanismes de suivi et de reporting régulier.

Cette parenté fonctionnelle et conceptuelle explique pourquoi les fonds solidaires ont pu être qualifiés, de manière croissante, de « fonds à impact », facilitant le glissement sémantique observé ces dernières années, où les expressions « solidaire » et « impact social » tendent parfois à être utilisées de façon interchangeable. La convergence s'est opérée d'autant plus aisément que ces fonds étaient prédisposés, par leur mode de fonctionnement et leur cadre institutionnel, à intégrer des pratiques issues de la finance à impact, notamment en matière de standardisation, de transparence et de mesure des résultats extra-financiers.

Toutefois, derrière cette proximité apparente subsiste une différence importante dans les logiques de mesure. Là où la finance à impact, dans son acception stricte, met théoriquement l'accent sur la démonstration d'impact net, c'est-à-dire l'évaluation rigoureuse de la contribution spécifique de l'investissement aux changements sociaux ou environnementaux observés, les fonds solidaires pratiquent généralement une mesure de moyens, d'activités et de résultats, mais sans nécessairement établir la chaîne de causalité jusqu'à l'impact au sens fort. Par exemple, les indicateurs mobilisés dans les fonds solidaires portent sur les montants accordés (ressources mobilisées), les réalisations (nombre de logements sociaux financés, microcrédits accordés), ou les résultats directs (personnes relogées, emplois créés), mais rarement sur l'évaluation de l'effet net ou de l'additionnalité de ces actions par rapport à un scénario de référence (c'est-à-dire une situation hypothétique sans intervention financière)³⁶. Ainsi, si l'ensemble des acteurs historiques de la finance solidaire n'a pas nécessairement opéré ce changement de paradigme avec la même facilité ou rapidité, les fonds solidaires quant à eux, ont représenté un terrain particulièrement fertile à l'implantation durable de la finance à impact en France. Les fonds conservent toutefois des spécificités historiques qui continuent de distinguer leurs pratiques de celles de l'*impact investing* tel que défini par les standards internationaux. Ces fonds solidaires se sont progressivement imposés comme les principaux collecteurs de l'épargne solidaire en France et ont permis un accroissement des investissements solidaires. Cette évolution s'est opérée en parallèle de la montée en puissance de la finance

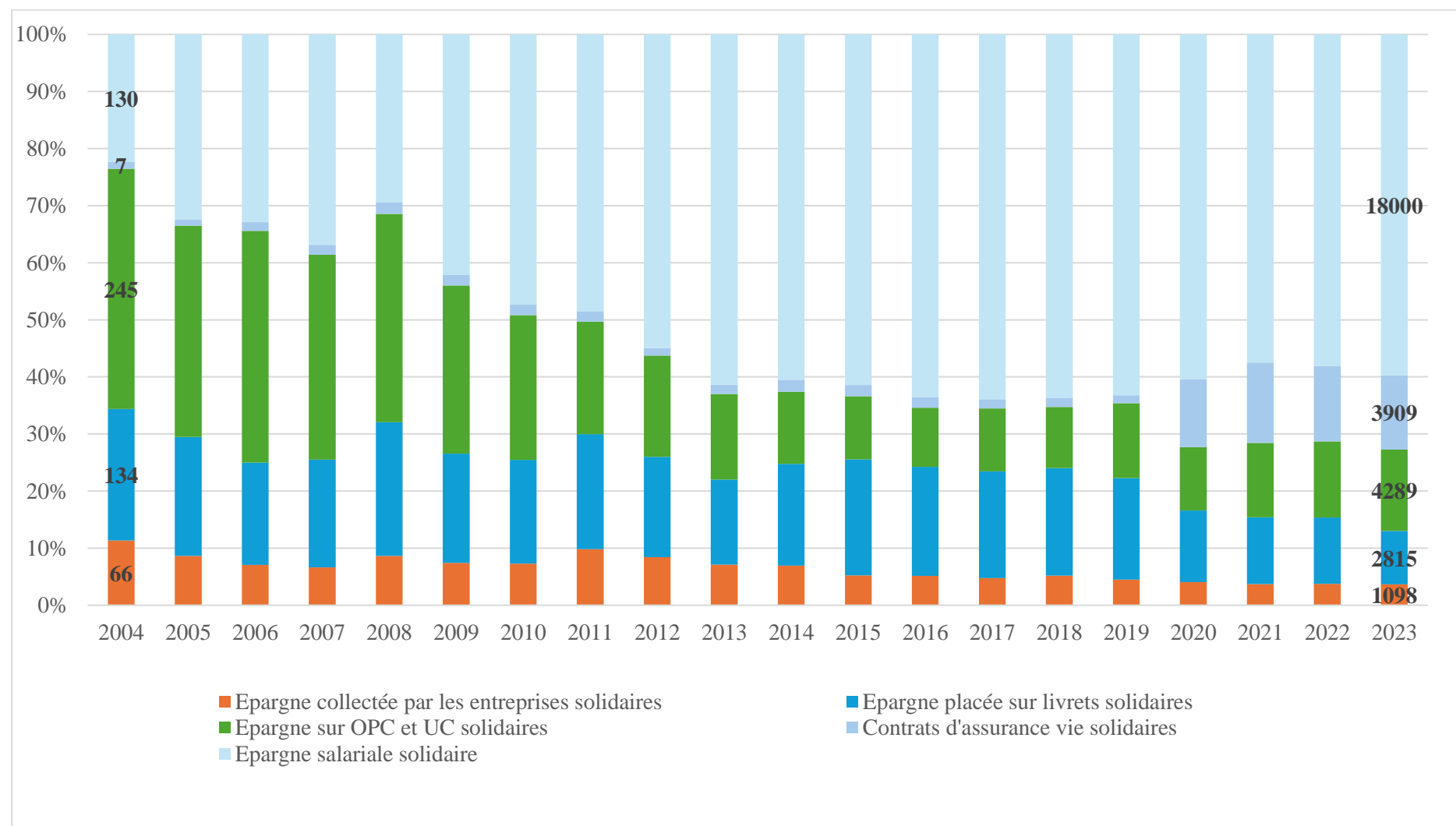
³⁶ Il existe une différence entre ressources, indicateurs d'activités, indicateurs de réalisations, indicateurs de résultats et indicateurs d'impacts (FIR & France Invest, 2020). Par exemple dire que l'investissement dans le milieu de l'énergie a représenté 10 millions d'euros n'est pas un impact (ce sont les ressources, les investissements), dire combien de panneaux solaires ont été installés représente un « indicateur d'activités », dire combien de MWh d'électricité verte ont été produits représente un « indicateur de réalisations », dire combien d'émissions de CO₂ ont été évitées représente un « indicateur de résultats », et enfin calculer la contribution de cet investissement à la transition écologique (par exemple comment cet investissement a contribué à nous rapprocher des engagements de la COP21) serait un « indicateur d'impact ».

responsable et de la finance à impact, qui ont contribué à placer les fonds d'investissement au cœur des stratégies patrimoniales.

La place dominante des fonds solidaires dans la finance solidaire contemporaine

Parmi les instruments les plus structurants de la finance solidaire contemporaine, les fonds solidaires occupent une place centrale, tant en volume d'épargne collectée qu'en légitimité institutionnelle. Ils constituent aujourd'hui la principale porte d'entrée vers la finance solidaire pour les épargnants, notamment dans le cadre de l'épargne salariale. L'évolution de leur poids relatif au sein de l'épargne solidaire permet de mesurer à quel point ces fonds sont devenus le levier dominant de structuration et de massification du secteur.

Figure 2 : Evolution de la composition de l'épargne solidaire entre 2004 et 2023 – en millions d'euros



Source : Auteur

La figure 2 illustre cette dynamique sur la période 2004-2023. Il montre non seulement une croissance exceptionnelle de l'encours global de l'épargne solidaire, passé de moins de 500 millions d'euros en 2004 à environ 30 milliards en 2023, mais aussi une transformation profonde de sa structure interne. Alors que l'épargne solidaire reposait initialement sur des produits bancaires plus traditionnels (livrets solidaires, souscriptions directes au capital des entreprises solidaires, fonds solidaires ouverts, fonds de partage), la part relative des fonds d'investissement solidaires « 90-10 », notamment dans le cadre de l'épargne salariale, n'a cessé de croître.

Le graphique met ainsi en évidence la place grandissante prise par les fonds solidaires, en particulier les fonds ouverts de type OPCVM (FCP, SICAV) solidaires, les unités de compte (UC) solidaires en assurance-vie, ainsi que les fonds d'épargne salariale solidaire (FCPE), qui partagent une même architecture dite « 90-10 ». Bien que relevant de cadres d'investissement différents, épargne bancaire, assurance-vie ou épargne salariale, ces véhicules reposent sur une logique similaire d'hybridation entre placements responsables classiques et financement direct d'activités à utilité sociale. Dès le début des années 2010, les fonds d'épargne salariale solidaires représentent la majorité des encours collectés, confirmant leur rôle de pilier de l'intermédiation solidaire. Cette prédominance s'explique à la fois par les incitations réglementaires, par la professionnalisation de la gestion des fonds, la démocratisation de l'épargne salariale et par l'adoption progressive des standards d'analyse ESG. La croissance continue de la part des fonds solidaires dans la finance solidaire s'inscrit dans un contexte économique et financier favorable. D'une part, la hausse quasi constante des marchés financiers a mécaniquement accru la valeur des actifs cotés présents dans les portefeuilles. Cette évolution a conduit les fonds à augmenter la part investie dans des entreprises solidaires afin de respecter le ratio « 90-10 ». D'autre part, l'augmentation régulière de l'épargne des ménages français, ainsi que le développement de l'épargne salariale, ont élargi la base de collecte.

En somme, ce graphique met en évidence une tendance de fond : la finance solidaire, historiquement périphérique, tend à s'installer dans le paysage financier français (l'épargne solidaire représente en 2023 l'équivalent de 0,5 % de l'épargne des Français contre 0,04 % en 2005), en s'institutionnalisant via les fonds d'investissement solidaires qui en deviennent le principal vecteur. Cette évolution, si elle confirme la montée en puissance de la finance, interroge aussi sur les effets de la financiarisation partielle de la solidarité et la nécessité de maintenir une gouvernance et une traçabilité forte pour préserver l'intentionnalité sociale de ces placements. Cette évolution interroge enfin la manière dont ces fonds, désormais

majoritairement gérés par des sociétés spécialisées et adossés à de grands réseaux de distribution, peuvent continuer à répondre aux objectifs historiques de la finance solidaire.

Cette dynamique de la finance solidaire, marquée par la montée en puissance des fonds d'investissement et l'adoption de pratiques issues de la finance à impact, ne peut être comprise isolément. Elle s'inscrit dans un mouvement plus large de recomposition des frontières entre finance solidaire, finance responsable, finance verte et finance à impact, sous l'égide plus générale de ce que l'on qualifie aujourd'hui de finance durable. La proximité croissante entre ces différentes approches, bien que porteuse d'opportunités de massification, soulève également des interrogations quant à la dilution possible des spécificités de la finance solidaire.

La finance solidaire et finance à impact dans le champ de la finance durable

Depuis les années 2000, un ensemble de pratiques financières s'est développé visant à articuler performance économique et prise en compte des enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG). Désignées sous le terme englobant de *finance durable*, ces pratiques recouvrent des sous-ensembles différents, finance responsable, finance verte, finance éthique, finance solidaire, finance à impact, partageant la volonté commune d'orienter les flux financiers vers des objectifs de développement durable. La finance durable souffre d'une forte « confusion conceptuelle » (Revelli, 2012) et d'une forte diversité dans les pratiques, rendant complexe la compréhension des sujets par le grand public. Pour cause, ces termes renvoient à une multitude d'acteurs, d'instruments financiers, de supports d'épargne, de spécificités nationales, ou de degrés d'engagement extra-financiers. Mais cette diversité reflète à la fois une montée des préoccupations extra-financières et une adaptation progressive du secteur financier aux demandes sociales contemporaines. Cette mise en perspective est essentielle pour comprendre les dynamiques à l'œuvre dans les fonds solidaires et la finance à impact.

Enjeux et réglementation dans la finance responsable

Dans le champ de la gestion d'actifs, la finance responsable représente l'une des composantes dominantes de la finance durable. Elle désigne l'ensemble des pratiques consistant à intégrer, de manière systématique ou sélective, des critères extra-financiers environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans les décisions d'investissement. En France, la finance responsable s'inscrit, dès les années 1980-1990, dans une histoire culturelle et religieuse de long terme (Postel-Vinay, 2024). Mais c'est véritablement au début des années 2000 que la finance responsable connaît un essor marqué, sous l'effet de plusieurs dynamiques, à la fois nationales et internationales.

Du côté français, on observe le rôle important des syndicats dans la gestion de l'épargne, en particulier la création du label « CIES » en 2002 (Loiselet, 2003) ; la mise en place du Fonds de réserve pour les retraites (FRR) dont la gestion se fait sur des critères ESG (Postel-Vinay, 2024).

À l'échelle internationale ou occidentale, plusieurs facteurs ont également contribué à la montée en puissance de la finance responsable : l'essor de la bulle internet, qui s'accompagne d'un engouement pour les entreprises technologiques alors perçues comme innovantes et responsables (ibid.) ; la montée des préoccupations environnementales chez les jeunes générations ; enfin, les dérives du système financier révélées par des scandales financiers et industriels majeurs, tels que l'affaire Enron ou, plus tard, l'effondrement du Rana Plaza. Ces scandales ont profondément ébranlé la confiance non seulement dans les grandes entreprises, mais aussi dans le système financier en général. Ils ont mis en évidence l'opacité des chaînes de production, le manque de contrôle, le non-respect de normes internationales en matière sociale et environnementale, ainsi que l'absence de responsabilité éthique vis-à-vis des populations concernées, qu'il s'agisse des travailleurs, des communautés exposées à la pollution, ou plus largement des écosystèmes. Ils ont aussi mis en évidence les failles de la gestion des risques systémiques, en particulier dans certains secteurs à fort impact environnemental, comme celui de l'extraction pétrolière, à l'image de la catastrophe de la plateforme *Deepwater Horizon*.

Face à certains scandales du début des années 2000 (Mottis, 2024), les différentes stratégies de l'investissement socialement responsable se sont développées³⁷ : exclusion de certains secteurs jugés controversés (armement, tabac, charbon), sélection « best-in-class » (choix des entreprises les mieux notées sur les critères ESG), investissements thématiques (santé, énergies renouvelables, inclusion), ou encore engagement actionnarial (vote en assemblée générale, dialogue avec les entreprises).

Ces stratégies visent globalement à adapter les investissements aux nouvelles attentes sociales, en y injectant des considérations de risque extra-financier, de réputation ou de gouvernance. Cette considération des aspects socio-environnementaux peut être « simple », c'est-à-dire qu'elle consiste en la prise en compte des effets socio-environnementaux externes sur l'entreprise. Elle est appelée « matérialité simple », cette approche est privilégiée dans le monde

³⁷ Augmentation des encours sous gestion, amélioration des systèmes de notation, structuration légale et institutionnelle...

anglo-saxon. La considération peut être double, dans ce cas elle consiste à prendre l'effet qu'a l'entreprise sur son environnement et l'effet socio-environnemental sur l'entreprise, on parle alors de matérialité double³⁸ (ibid.), privilégiée en Europe continentale. Le développement des pratiques s'est accompagné d'un processus de normalisation institutionnelle progressif. Des agences de notation extra-financières, des labels publics (comme le label ISR en France depuis 2016) et des initiatives globales comme les Principes pour l'investissement responsable³⁹ ont contribué à structurer le champ de la finance responsable. Plus récemment, la *Sustainability Finance Disclosure Regulation* (SFDR⁴⁰) a renforcé l'encadrement de la finance responsable au niveau européen, en imposant aux sociétés de gestion une transparence accrue sur la façon dont elles intègrent les facteurs ESG dans leurs produits financiers.

La finance verte dans la finance durable : l'importance du cadre réglementaire

En parallèle de la logique généraliste d'intégration des critères ESG propre à la finance responsable, la finance verte constitue un sous-ensemble plus spécialisé de la finance durable, centré sur les enjeux climatiques et environnementaux. Elle comprend des instruments financiers dont l'objectif explicite est de financer des projets ayant un impact environnemental positif : énergies renouvelables, mobilité bas carbone, efficacité énergétique, gestion de l'eau, préservation de la biodiversité, ou encore infrastructures durables. L'essor de la finance verte a été accéléré par la prise de conscience climatique globale, notamment à partir de l'Accord de Paris (2015) ainsi que par la mise en place progressive d'un cadre réglementaire européen : la taxonomie verte (2020)⁴¹, le règlement SFDR (2021) ou encore le European Green Bond

³⁸ Le concept de double matérialité, introduit explicitement par les directives européennes sur le reporting (NFRD, puis CSRD), envisage à la fois l'incidence des facteurs ESG sur la performance financière de l'entreprise et l'impact « sortant » de l'entreprise sur l'environnement et la société. La SFDR, pour sa part, ne mentionne pas directement la double matérialité, mais demande aux acteurs financiers de publier leurs *Principal Adverse Impacts* (PAI), ce qui revient à considérer l'impact négatif potentiel de leurs placements. Ainsi, la SFDR se concentre plutôt sur la matérialité « sortante », tandis que la CSRD généralise l'ensemble des deux versants.

³⁹ Les actifs sous-gestion respectant les PRI sont estimés à 128 mille milliards en 2024 (PRI, 2024).

⁴⁰ Le SFDR (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*), ou règlement européen sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, est entré en vigueur en 2021. Il impose aux acteurs financiers (gestionnaires d'actifs, fonds, assureurs, banques) de fournir des informations standardisées sur la prise en compte des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans leurs stratégies d'investissement. Ce règlement distingue notamment les fonds dits « article 6 », « article 8 » (favorisant les caractéristiques ESG) et « article 9 » (ayant pour objectif des investissements durables), contribuant ainsi à encadrer le marché de la finance durable au niveau européen.

⁴¹ La loi Énergie-Climat adoptée en France en 2019 complète le cadre européen de régulation en matière de finance durable. Elle vise à assurer une cohérence nationale avec les objectifs climatiques fixés par la stratégie bas-carbone et renforce les obligations de transparence des investisseurs sur les risques climatiques, dans la continuité de l'article 173-VI de la loi de transition énergétique pour la croissance verte. Cet article est précurseur en matière de reporting climatique, ayant introduit dès 2015 des exigences de transparence sur la prise en compte des risques environnementaux par les investisseurs, bien avant l'adoption de dispositifs similaires au niveau européen, tels que la SFDR. Le cadre national ainsi défini s'articule avec la réglementation européenne, notamment la SFDR, qui organise la transparence sur l'intégration des critères ESG, et la taxonomie, qui précise les activités considérées

Standard (2023), qui tendent à standardiser les pratiques et à renforcer la crédibilité des instruments étiquetés comme « verts ». Toutefois, en raison de l'absence, pendant de nombreuses années, d'un cadre juridique réellement contraignant, la finance verte a été exposée au risque de *greenwashing*, c'est-à-dire à l'appropriation opportuniste du vocabulaire environnemental sans preuve suffisante ni contrôle indépendant. Si elle reste encore minoritaire en volume par rapport à la finance responsable⁴², la finance verte bénéficie d'une visibilité publique et politique forte, au point de constituer une « vitrine » symbolique de la transition écologique. Son dynamisme récent, notamment dans les segments obligataires ou dans le financement d'infrastructures, en fait un pôle stratégique en expansion au sein de l'univers plus large de la finance durable. La finance verte tend ainsi à concentrer ses financements vers des entreprises « sous le lampadaire », c'est-à-dire vers les entreprises déjà conformes aux standards, plutôt que de soutenir celles où les transformations seraient les plus complexes (Florez et al., 2023).

Plus généralement, tant la finance responsable que la finance verte sont aujourd'hui traversées par des tensions. D'un côté, la finance responsable et la finance verte ont permis une diffusion large des considérations ESG et une montée en puissance des thématiques environnementales dans la gestion financière en général. De l'autre, leur institutionnalisation rapide, leur appropriation par les grands acteurs financiers et leur hétérogénéité méthodologique (notamment dans les notations ESG) nourrissent des doutes sur leur capacité réelle à transformer les modèles économiques, encore largement guidées par des logiques de rentabilité financière classique.

A cela s'ajoute un paradoxe : la performance financière des fonds responsables tend à être proche de celle des fonds conventionnels, ce qui fragilise le discours quant à une rupture avec les pratiques traditionnelles. Cette proximité alimente une forme d'ambiguïté : si les critères ESG n'induisent ni surperformance, ni sous-performance durable, cela interroge à la fois le pouvoir de transformation et la sincérité des engagements des fonds d'investissement, ou encore le coût et l'intensité des stratégies responsables mises en œuvre par les entreprises. Ce paradoxe pose, de façon générale, le problème de l'opportunisme et des convictions réelles portés par les acteurs financiers et les entreprises. Il invite également à s'interroger sur les raisons pour lesquelles ces stratégies n'auraient pas été adoptées plus tôt si elles étaient réellement porteuses

comme durables. L'ensemble de ces dispositifs agit de manière complémentaire pour encadrer les pratiques des fonds responsables ou verts.

⁴² Selon la Banque de France, en 2023, les émissions d'obligations vertes représentent 587 milliards de dollars.

de performance et d'impact, fragilisant ainsi l'idée d'une démarche authentiquement transformative.

De plus, l'idée d'une finance verte ou d'une finance responsable repose sur le postulat que les mécanismes de marché peuvent contribuer à résoudre les grands problèmes socio-environnementaux, tout en générant de la performance financière. Ce postulat s'inscrit dans une vision réformée du capitalisme, où les marchés seraient capables de s'aligner sur l'intérêt général à condition d'un encadrement adéquat. Toutefois, plusieurs auteurs questionnent la persistance de cette croyance dans les vertus du marché autorégulé. Stiglitz (2019) souligne que si la crise financière de 2008 n'a pas suffi à faire prendre conscience des limites des marchés dérégulés, la crise climatique devrait, elle, marquer un tournant. Selon lui, il ne s'agit plus de croire que les marchés sont la solution aux défis environnementaux, mais de reconnaître que ces défis révèlent les impasses de la logique de marché elle-même. Dans la lignée de cette lecture, Capelle-Blancard et al. (2021, pp. 90–91) rappellent que les discours promouvant les marchés comme « alliés puissants » des transitions coexistent avec un désenchantement croissant quant à leur capacité réelle à assurer le bien-être collectif. De leur côté, Tordjman et Boisvert (2012) insistent sur le fait que la finance verte repose moins sur une efficacité démontrée dans l'allocation des ressources que sur une croyance renouvelée dans les mécanismes de marché, malgré leur responsabilité dans les déséquilibres actuels.

En somme, la finance responsable et la finance verte traduisent un effort d'intégration progressive des enjeux environnementaux et sociaux dans le capitalisme financier, sans pour autant remettre en cause ses fondements. Si elles ont permis une meilleure diffusion des critères ESG et sensibilisé une partie du système financier à la transition écologique, elles peinent à démontrer leur capacité à transformer les modèles économiques. Ce décalage entre les promesses affichées et les résultats observés alimente une forme de désillusion.

Ce désenchantement ne conduit pas nécessairement à rejeter toute logique de marché, mais ouvre la voie à d'autres approches, comme la finance à impact ou la finance solidaire institutionnelle, qui cherchent à articuler autrement les finalités sociales, environnementales et financières.

Divergences et similarités avec la finance à impact et les fonds solidaires

Si la finance responsable s'est construite comme une démarche d'intégration progressive des critères ESG dans les décisions financières traditionnelles, la finance à impact repose sur une logique différente, à la fois dans ses finalités et ses modalités d'action. Elle se caractérise par

une exigence d'intentionnalité forte : il ne s'agit plus seulement de sélectionner les entreprises les mieux notées sur les critères ESG ou de minimiser les externalités négatives, mais de financer activement des projets dont l'objectif principal est la résolution d'un problème social ou environnemental (en plus d'un rendement financier).

Contrairement à la finance responsable, qui opère souvent via les marchés secondaires, ce qui pose la question de l'intentionnalité réelle de l'investissement et complique la mesure effective de l'impact produit, la finance à impact privilégie un financement direct, généralement dans des entreprises non cotées à finalité sociale explicite. Elle mobilise pour cela des outils issus du capital-investissement et repose sur un double objectif : un rendement financier et un impact mesurable. C'est précisément ce soutien initial, sans lequel le projet n'aurait pas vu le jour, qui fonde l'impact attribué à l'investisseur.

Cette distinction entre finance responsable et finance à impact permet de mieux comprendre la position spécifique occupée par la finance solidaire institutionnelle en France. Les fonds solidaires sont situés à l'interface entre plusieurs logiques : héritage de l'économie sociale, exigence d'impact social et adoption progressive des standards de la finance durable. Ils opèrent ainsi un rapprochement avec les pratiques dominantes de mesure, de performance et de standardisation issues de la finance responsable et de la finance à impact, tout en revendiquant parfois une origine alternative.

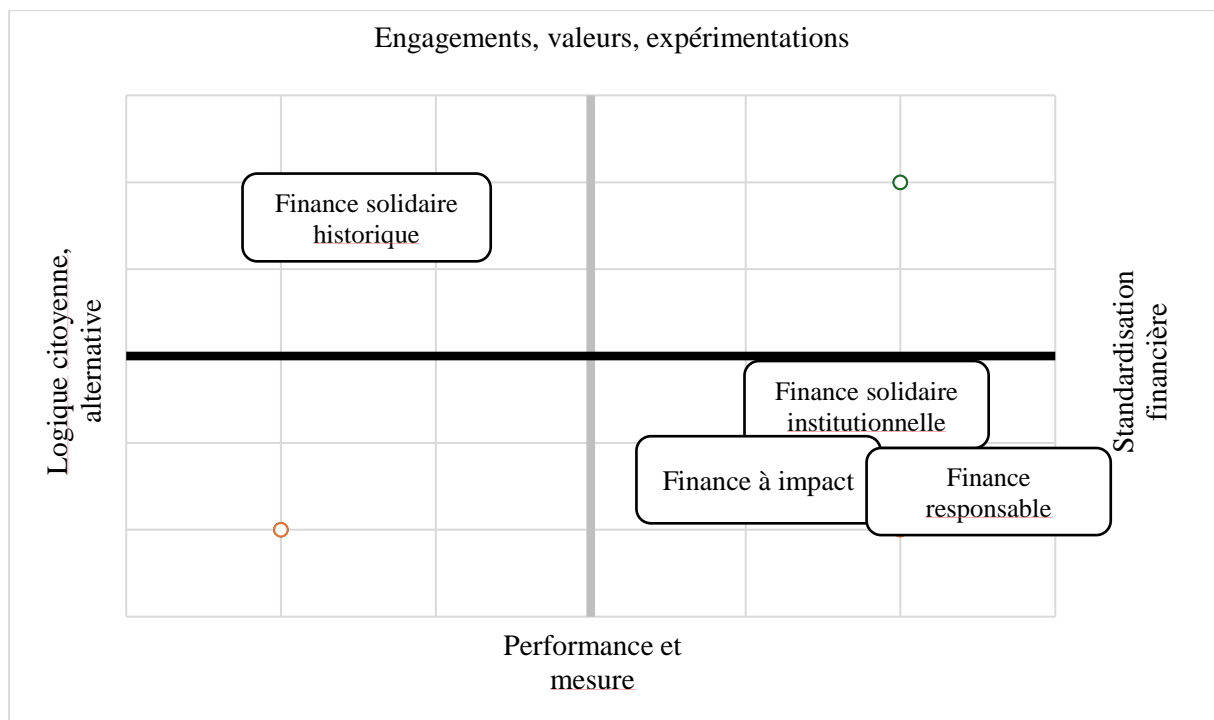
Pour illustrer ces positionnements relatifs, la figure ci-dessous propose une cartographie simplifiée de différentes formes de finance durable selon deux axes de différenciation. L'axe horizontal oppose, à gauche, une logique citoyenne et alternative, ancrée dans l'engagement militant, les circuits courts de financement et des valeurs transformatrices ; à droite, une logique de standardisation financière, reposant sur des instruments et critères normalisés et une intégration dans les pratiques de la gestion d'actifs conventionnelle. L'axe vertical distingue, en haut, les formes de finance orientées vers l'engagement, les valeurs et l'expérimentation et en bas, les formes davantage tournées vers la performance et la mesure, qui mobilisent des outils de gestion et d'évaluation standardisés.

Dans cette cartographie :

- La finance solidaire historique apparaît en haut à gauche : elle est fondée sur des logiques citoyennes fortes, peu standardisée et centrée sur l'expérimentation sociale.
- La finance responsable se situe en bas à droite : elle est pleinement intégrée aux marchés financiers et structurée par des exigences de performance extra-financière mesurée.

- La finance à impact occupe une position intermédiaire : elle cherche à produire un impact mesurable, tout en revendiquant une intentionnalité plus forte que l'ISR, mais reste dépendante d'outils de mesure et de recherche de rendement.
- Enfin, la finance solidaire institutionnelle se trouve dans une position de croisement : elle conserve des attaches avec une logique citoyenne (via le financement direct d'entreprises à utilité sociale), tout en intégrant progressivement des dispositifs de mesure, d'évaluation et de labellisation issus de la finance durable.

Figure 3 : Finance responsable, solidaire et à impact : repères dans l'espace des pratiques financières durables



Source : Auteur

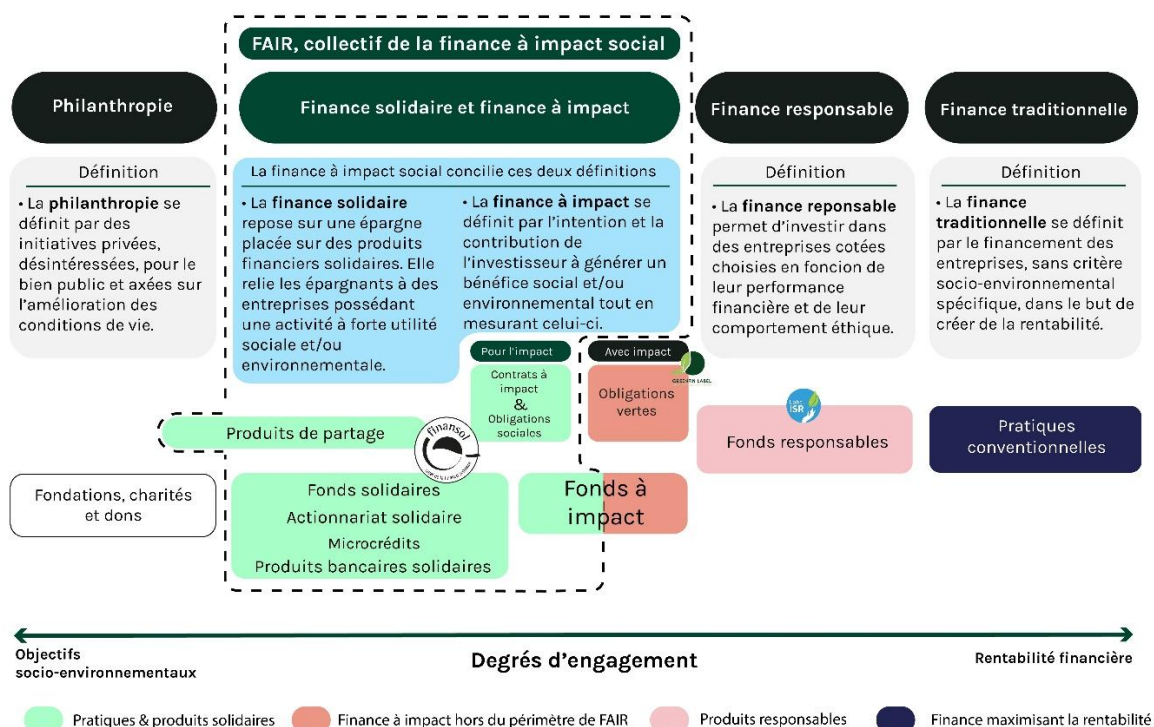
Les fonds solidaires ont progressivement intégré certaines méthodes issues de la finance responsable (exclusions sectorielles, prise en compte des critères ESG), tout en conservant une dimension de financement direct de projets à forte utilité sociale. Puis, ils se sont positionnés à l'avant-garde de ces démarches, notamment en cumulant labels extra-financiers (Finansol, ISR, Greenfin, CIES), classifications SFDR et en adoptant parfois plusieurs stratégies cumulatives : engagement actionnarial, fonds thématiques, sélection ESG sur des standards internationaux, filtres sectoriels (Devin, 2025).

La finance solidaire institutionnelle, telle qu'incarquée par les fonds dits « 90-10 », illustre de manière exemplaire le processus d'hybridation à l'œuvre entre finance solidaire, finance responsable et finance à impact. La finance solidaire a vu émerger, dans les années 2000, des

instruments d'investissement plus structurés, gérés par des acteurs professionnels issus de la gestion d'actifs. Dans une logique de compatibilité avec les pratiques financières dominantes, ces fonds ont progressivement intégré les standards de la finance responsable, notamment l'exclusion sectorielle, les critères ESG et la sélection thématique, tout en conservant un compartiment dédié au financement d'entreprises solidaires agréées. Cette double logique les rend particulièrement aptes à revendiquer une appartenance croisée : ils sont à la fois des fonds ISR (via leur poche majoritaire cotée) et des fonds à impact social (via leur poche solidaire).

La figure 4 illustre la volonté de positionner la finance solidaire et la finance à impact comme des formes intermédiaires entre, d'un côté, la philanthropie, et de l'autre, la finance responsable et la finance traditionnelle. Elle met en évidence leur proximité en matière d'objectifs socio-environnementaux, tout en soulignant leur positionnement sur un spectre allant de la recherche d'impact à la rentabilité financière. La finance solidaire apparaît ainsi comme un pont entre plusieurs logiques, susceptible de s'inscrire dans des modèles à la fois tournés vers la transformation sociale et proches voire compatibles, des autres formes de finance durable.

Figure 4 : Visuel comparatif des différentes formes de finance en fonction de leur degré d'engagement socio-environnemental et leur rentabilité financière



Source : Auteur, documentation interne de FAIR (2021)

Concernant le lien entre la finance solidaire et la finance à impact, les deux partagent certaines caractéristiques, financement d'entreprises non cotées à vocation sociale, volonté de transformation, tout en se différenciant nettement par leurs origines, leurs publics et leurs finalités. La première accorde une importance particulière à l'origine des fonds (épargne salariale ou individuelle), aux statuts ou à la gouvernance des entreprises. La seconde s'est développée dans un univers institutionnel plus globalisé, en phase avec les logiques de rendement et mobilise des instruments issus du capital-investissement.

Sur le plan réglementaire, la finance solidaire bénéficie en France d'un cadre juridique relativement solide (agrément ESUS, label Finansol) qui consacre sa finalité sociale. La finance à impact, pour sa part, s'appuie sur des standards de mesures d'impact sans qu'il existe un dispositif légal formel en France. Cependant, on observe une montée des logiques de marché dans la finance solidaire institutionnelle, notamment via les fonds 90-10, qui adoptent des mécanismes de sélection ou de reporting proches de la finance à impact.

Ainsi, finance solidaire et finance à impact partagent une même finalité : financer ce qui ne l'était pas ou plus, ou ce qui devrait être financé pour résoudre de nouveaux problèmes sociaux. À cette différence près que les financeurs à impact ne sont pas nécessairement contraints dans leur recherche de performance financière : les entreprises financées n'adoptent pas forcément de modèles d'affaires ou des statuts qui encadrent leur finalité sociale et contraignent leurs modèles économiques.

Pour autant, une convergence s'est opérée en France. Ces fonds solidaires partagent avec la finance à impact certaines exigences de transparence, de traçabilité et de reporting, tout en s'ancrant dans une histoire spécifique. De fait, plusieurs acteurs issus de la finance solidaire, comme FAIR, revendiquent désormais une inscription dans le champ plus large de l'investissement à impact social. Cette revendication est progressivement reprise, sous des formes diverses, par les gestionnaires d'actifs. Ce mouvement de rapprochement témoigne d'une évolution qui va dans les deux sens : d'une part, la finance solidaire intègre progressivement les référentiels techniques et normatifs de la finance à impact et de la finance responsable ; d'autre part, la finance à impact, en France, s'ancore dans des pratiques locales et sociales historiquement portées par la finance solidaire. Ce processus d'hybridation, tout en élargissant le champ de la finance durable, interroge aussi sur la capacité de la finance solidaire à préserver son autonomie critique, sa vocation citoyenne et sa proximité avec les financés à

mesure qu'elle se rapproche des standards issus de la sphère financière traditionnelle et des sphères financières connexes (responsable et à impact).

Pour clore cette partie, le tableau 3 propose une synthèse comparative des principales formes de finance durable (solidaire, à impact, responsable, verte), en croisant leurs finalités, leurs outils, leur degré d'institutionnalisation et leur place dans le système financier. Il met en lumière les continuités et les lignes de fracture entre ces approches, ainsi que les évolutions convergentes observées ces dernières années.

Tableau 3: Typologie des formes de finance durable

	Finance solidaire institutionnelle	Finance solidaire citoyenne et territoriale	Finance à impact	Finance responsable (ISR, ESG)	Finance verte / éthique
Finalité principale	Création d'impact - disponibilité des actifs - rendement	Financer l'ESS, l'inclusion ou le développement local	Générer un impact mesurable (social/env.) avec rentabilité	Gestion des risques extra-financiers et recherche d'alignement avec des standards ESG	Exclure les activités non conformes à des valeurs environnementales, religieuses ou morales
Activités financées	Insertion, logement social, PME ESS et ESUS, entreprises responsables	Circuits courts, petits projets, ESS, création d'emploi, logement social	Éducation, climat, inclusion, santé, start-ups, entreprises innovantes	Toutes activités selon critères ESG - entreprises cotées	Énergies renouvelables, transports propres
Intentionnalité d'impact	Oui (stratégie d'impact des fonds)	Oui (dans les statuts des entreprises)	Oui (critère central)	Variable selon la stratégie ESG adoptée (best-in-class, exclusion, engagement, etc.)	Par sélection ou négation - logique d'exclusion éthique ou environnementale
Mesure de l'impact	Partielle à formalisée (Finansol, reporting solidaire, ODD)	Plutôt qualitative ou intuitive, parfois rejetée	Oui (indicateurs, évaluation, SROI, IRIS...)	Faible à modérée (reporting ESG : PRI, ODD, transparence SFDR)	Variable (le label Greenfin a des critères techniques standardisés)
Type de relation	Marchande avec double finalité	Non marchande ou mixte, ancrée dans la solidarité, acte politique	Marchande avec double finalité	Logique financière classique intégrant des filtres ESG	Logique marchande encadrée par des valeurs environnementales ou éthiques
Place dans le système financier	Complémentaire (épargne salariale, OPCVM solidaires)	Périphérique ou hors du marché traditionnel	Marginale et en intégration (via SFDR, impact funds, SIB)	Importante dans la gestion d'actifs - <i>mainstreamisation</i>	Segment minoritaire mais à forte visibilité politique et réglementaire
Exemples	Fonds 90/10 labellisés Finansol	Capital-risqueurs solidaires, club d'investissement, plateformes citoyennes, financements directs	<i>Venture Capital</i> à impact ; <i>Social Impact Bonds</i>	Fonds gérés par des gestionnaires d'actifs traditionnels, fonds labellisés ISR	Fonds : obligataires verts, énergies renouvelables, climat & carbone, protection de l'environnement, infrastructures
Encadrement institutionnel	Cadre sur l'épargne salariale solidaire, agrément ESUS, SFDR, label Finansol	Loi de 2014 sur l'ESS - agrément ESUS et définition de l'utilité sociale	Absence de cadre légal en France ; standards internationaux (GIIN, IRIS+); intégration progressive via SFDR et taxonomie	Encadrement européen (SFDR, Taxonomie verte, articles 6/8/9); réglementation nationale sur les produits labellisés (ISR, Greenfin, etc.)	Taxonomie verte, SFDR, Green Bond Standard ; labels spécifiques (Greenfin, LuxFLAG, etc.)

Source : Auteur

Enfin, cette imbrication croissante entre responsabilité, solidarité et impact produit néanmoins un brouillage conceptuel. Les trois notions tendent à se confondre, sans que leurs spécificités soient toujours clarifiées⁴³, notamment du point de vue des objectifs poursuivis, des entreprises financées, ou des pratiques de mesure d'impact. Ce brouillage ne résulte pas seulement d'un simple glissement sémantique : il traduit aussi une transformation structurelle de la finance solidaire institutionnelle. Combinant pratiques ISR sur la part cotée et financement direct d'entreprises solidaires via la poche non cotée, les fonds solidaires se présentent de plus en plus comme des véhicules à impact, intégrant intentionnalité, additionnalité et mesure des résultats. Ce rapprochement, facilité par l'existence préalable d'une stratégie extra-financière explicite dans les fonds solidaires, favorise une symbiose méthodologique entre les approches, mais contribue aussi à estomper les lignes de démarcation.

Ces immixtions qu'a connues la finance solidaire ne sont pas neutres et soulèvent des interrogations critiques : quel est encore le rôle de l'épargnant solidaire dans ces produits désormais largement conçus par des institutions financières ? La finalité sociale initiale n'est-elle pas progressivement diluée dans des logiques plus financières ? La montée en puissance des logiques issues de la finance conventionnelle et durable (rentabilité, liquidité et de standardisation des reportings) se fait-elle au détriment de la portée transformatrice de la finance solidaire ? La normalisation par le haut se fait-elle au détriment de la diversité des pratiques ? Les critiques faites à la finance responsable ou à la finance à impact s'appliquent-elles à la finance solidaire ? Ce déplacement invite à repenser les contours mêmes de la finance solidaire, à l'heure où elle devient un carrefour entre des logiques d'engagement citoyen, d'investissement socialement responsable et d'immixtion des pratiques de la finance à impact en France.

Vers une nouvelle définition de la finance solidaire ?

Les évolutions récentes de la finance solidaire française, marquées par l'essor des fonds « 90-10 » et leur institutionnalisation, la montée en puissance de la logique de reporting extra-financier et l'hybridation croissante avec les pratiques de la finance responsable et de la finance à impact, invitent à interroger à nouveaux frais les contours de cette notion. La gestion des fonds solidaires est aujourd'hui largement assurée par des sociétés de gestion conventionnelles (Amundi, BNP Paribas, Natixis, etc.), opérant dans un cadre de rentabilité, de liquidité et de normalisation des performances extra-financières. Ces fonds sont également soumis, pour la

⁴³ En 2025, 17 noms de fonds d'investissement solidaires labellisés Finansol contiennent le mot « impact » ; 10 contiennent le mot « responsable » ; 3 « durable » et 20 l'acronyme « ISR ».

plupart, aux exigences des normes et réglementations nationales et européennes régissant la finance responsable et la finance verte.

Au fil de cette institutionnalisation, la finance solidaire a intégré des outils de gestion issus de la sphère financière dominante, incluant des critères ISR, des dispositifs de mesure de résultats, voire, de plus en plus, des référentiels issus de la finance à impact (intentionnalité, additionnalité, mesurabilité). Sans s'y fondre pleinement, la finance solidaire s'est montrée particulièrement perméable aux pratiques, cadres réglementaires et référentiels issus de la sphère financière traditionnelle, tant au niveau national qu'international. La finance solidaire conjugue à la fois les exigences techniques et institutionnelles de la finance et l'ambition initiale d'une économie solidaire.

Cette porosité n'est pas sans conséquence. Elle contribue à brouiller les frontières entre les différentes formes de finance durable (responsable, verte, solidaire, à impact), rendant parfois floue la spécificité de la finance solidaire ainsi que ses objectifs. De plus, elle questionne le maintien de ses principes fondateurs dans un contexte de dilution, de partage et d'enchevêtrement des pratiques. Le repositionnement stratégique de FAIR et la modification de son label « Finansol » intégrant les exigences de l'ISR et de la finance à impact, symbolise cette recomposition de ce champ en tension.

L'enjeu réside dès lors dans la capacité à redéfinir la finance solidaire de manière à reconnaître ces transformations. Les définitions traditionnelles de la finance solidaire semblent aujourd'hui dépassées, notamment face à la place écrasante occupée par les fonds solidaires dans l'épargne solidaire. Il s'agit de proposer une définition qui tienne compte de la montée en puissance de ces logiques de marché, tout en réaffirmant ce qui continue de distinguer la finance solidaire dans le paysage plus large de la finance durable, en intégrant également les glissements progressifs entre solidaire et impact.

Ainsi, la finance solidaire institutionnelle peut être définie comme un système de financement structuré autour de la collecte, de la gestion et de l'allocation de ressources financières orientées vers des entreprises responsables et des projets à forte utilité sociale et/ou environnementale. Ces financements reposent sur une intentionnalité explicite de contribution à la résolution des problèmes socio-environnementaux contemporains, sous l'encadrement de dispositifs réglementaires et normatifs assurant la transparence des pratiques. Elle se distingue des autres formes de finance durable par l'importance accordée à la finalité sociale des entreprises, au-delà de la seule performance financière et par la priorité donnée à des secteurs ou acteurs

insuffisamment financés par les circuits financiers traditionnels. Une attention particulière est portée à la mesure des impacts socio-environnementaux positifs, que les gestionnaires de fonds cherchent à évaluer au travers de méthodes variées, combinant reporting extra-financier, suivi des résultats et, dans certains cas, tentatives de mesure des impacts réels.

Cette redéfinition invite également à penser la finance solidaire non comme un bloc homogène, mais comme un champ en pleine reconfiguration sous l'effet de logiques financières multiples. Et puisque les fonds d'investissement sont les principaux vecteurs de l'épargne solidaire, c'est bien toute la finance solidaire qui est modifiée en profondeur, notamment dans son équilibre entre logique financière et finalité sociale.

C'est précisément dans cette perspective que s'inscrit cette thèse : examiner comment se matérialise la coexistence entre logiques financières et objectifs solidaires dans les pratiques des fonds d'investissement solidaires, en s'appuyant principalement sur les évolutions observées entre 2020 et 2023.

Dans la suite de l'introduction, nous proposons d'analyser la finance solidaire à travers le prisme de la financiarisation, entendue ici comme le processus par lequel les pratiques, les instruments et les logiques de la finance conventionnelle pénètrent ce champ. Cette première analyse introductive sera illustrée par quelques exemples concrets de financiarisation dans la finance solidaire institutionnelle. La question de la financiarisation sera abordée dans les chapitres suivants.

La financiarisation de la finance solidaire

Les évolutions récentes de la finance solidaire, notamment l'essor des fonds solidaires et leur structuration selon des modèles financiers empruntés aux marchés conventionnels, interrogent la manière dont ce secteur s'inscrit dans des dynamiques plus larges de transformation du capitalisme. Ce phénomène peut être analysé à travers le prisme de la financiarisation, qui permet d'éclairer les logiques sous-jacentes à cette transformation et leurs implications pour les pratiques et finalités du secteur.

La financiarisation est un concept qui renvoie à plusieurs dynamiques (van der Zwan, 2014). Elle désigne tout d'abord un nouveau régime d'accumulation, post-fordiste, tiré par la finance, dans lequel les profits proviennent davantage des activités financières que des activités productives ou non financières (Krippner, 2005). Elle exprime également la priorité accordée à la maximisation de la valeur pour l'actionnaire, au détriment des autres parties prenantes (Lazonick & O'Sullivan, 2000; Stout, 2012). Elle se manifeste aussi par une extension des

logiques financières dans la vie quotidienne des ménages, avec l'intégration de produits financiers comme les fonds de retraite, responsabilisant les individus dans la gestion de leur épargne et de leurs risques, faisant émerger l'investisseur individuel comme sujet central dans les discours (Langley, 2007). Enfin, la financiarisation implique un changement du rôle de l'Etat qui délègue de plus en plus la gestion des « biens sociaux » aux marchés (retraites, logement, politique sociales, relances économiques...), ainsi l'Etat n'est pas remplacé par le marché c'est une autre intervention de l'Etat qui est observée. Ce dernier phénomène peut être qualifié de « financiarisation parrainée par l'Etat » (Belfrage, 2008).

Financiarisation comme expansion des logiques financières

Les dimensions évoquées ci-dessus, éclairent tour à tour le niveau macro-économique, la gouvernance d'entreprise, ou la diffusion culturelle de la finance. Cependant, elles n'appréhendent pas de manière suffisamment fine le processus qui se joue au cœur de la recomposition actuelle de la finance solidaire, à savoir la transformation des finalités, des instruments et des modes de sélection par l'adoption d'outils issus de la finance conventionnelle.

C'est pourquoi la définition socio-technique proposée par Chiapello (2015, 2020), apparaît particulièrement adaptée à l'analyse des évolutions observées dans les fonds d'investissement solidaires. Cette définition envisage la financiarisation comme un processus par lequel des pratiques, théories et instruments financiers colonisent des sphères autrefois non financières, modifiant la perception commune des objets ou des problèmes sociaux, créant de nouveaux actifs et circuits de financement et influençant les logiques de valorisation ainsi que les dynamiques institutionnelles. Elle permet ainsi de dépasser une lecture limitée à la croissance des flux financiers ou à la redistribution de la valeur vers les acteurs financiers. Ce cadre théorique insiste sur la manière dont les outils de gestion, les indicateurs d'évaluation et les dispositifs de mesure, inspirés de la finance, pénètrent des domaines tels que les politiques publiques, les services sociaux, l'environnement ou, ici, le financement d'initiatives à forte utilité sociale (Chiapello, 2017; Chiapello & Knoll, 2020).

Dans le cas des fonds solidaires, cette approche permet de comprendre que ce ne sont pas uniquement les acteurs du financement qui évoluent, mais bien les dispositifs eux-mêmes (mesure d'impact, labels, conventions de liquidité⁴⁴) qui participent à redéfinir ce qui est

⁴⁴ Les fonds solidaires peuvent mettre en place des « conventions de liquidité » avec certaines grandes entreprises solidaires financées. Ces accords permettent aux fonds solidaires, en cas de crise (retraits importants des capitaux de la part des épargnants, ou baisse substantielle du marché) ou passé un certain délai, de revendre à l'entreprises

considéré comme « finançable » ou « à impact ». Cette reconfiguration par les instruments oriente les comportements, légitime les arbitrages, et produit une certaine définition de la réalité sociale et économique. Le processus conduit à transformer des externalités sociales ou environnementales en actifs évaluables et évalués, assignant parfois à ces impacts une valeur intégrable dans les calculs financiers (Chiapello, 2020).

Loin d'être neutres, ces dispositifs participent activement à la recomposition des rapports de pouvoir dans la finance solidaire institutionnelle. Là où l'intermédiation solidaire historique reposait sur une proximité entre épargnants et projets financés, le recours croissant à des outils de reporting, à des labels ou à des grilles d'éligibilité, impose de nouvelles normes et redistribue le pouvoir décisionnel vers les gestionnaires d'actifs, les comités d'investissement et les dispositifs d'évaluation. Ce processus soulève des inquiétudes quant à la réduction des valeurs sociales et environnementales à des métriques simplifiées ou non, provenant d'acteurs de la finance conventionnelle et au détriment d'autres formes d'évaluation. L'aspect socio-technique de la financiarisation met en lumière le rôle central des outils, dispositifs et infrastructures techniques dans l'expansion des logiques financières. Les dispositifs d'évaluation ne se contentent pas de mesurer la réalité économique, mais la produisent en orientant les comportements et les priorités des acteurs.

Ce déplacement de la capacité de décision n'est pas accidentel : il est rendu possible par la montée en puissance de standards techniques qui reconfigurent les critères d'allocation des ressources et qui orientent la sélection des projets sur la base de leur conformité aux exigences de traçabilité, de mesurabilité et de gestion des risques.

Les fonds solidaires constituent ainsi un cas emblématique de ce processus de financiarisation, dans lequel l'État délègue le financement des entreprises sociales à des intermédiaires qui intègrent des logiques de sélection, de gestion et d'évaluation inspirées de la finance conventionnelle. La finance à impact, en particulier, incarne une forme contemporaine de la financiarisation telle que définie par Chiapello (2020, p. 82), en mettant au cœur de sa démarche l'intentionnalité, l'additionnalité et la mesurabilité des résultats, tout en adoptant des dispositifs et des pratiques héritées de la gestion d'actifs.

ses propres titres. Cette pratique rend plus « liquide » les actifs solidaires puisqu'ils ont ici un acheteur en dernier ressort : les entreprises émettrices. Cependant, ces accords forcent les grandes entreprises à constituer des réserves pour prévoir le déclenchement de ces conventions de liquidité.

Dans ce contexte, l'analyse de la financiarisation des fonds « 90-10 » engage une réflexion sur la manière dont les dispositifs techniques redéfinissent les objectifs sociaux et redistribuent le pouvoir dans les processus d'allocation. Trois exemples concrets permettent de rendre visible cette dynamique et d'en illustrer les effets secondaires sur les pratiques : le premier exemple porte sur le rôle de l'Etat dans la financiarisation de la finance solidaire et met en lumière les logiques d'hybridation entre financements publics et privés ; le second examine les effets de la financiarisation sur la prise de risque et la sélection des entreprises solidaires ; le troisième porte sur une pratique émergente, la « rémunération par l'impact », comme nouvelle forme d'alignement incitatif et de financiarisation.

Premier exemple : Le rôle actif de l'Etat dans la financiarisation de la finance solidaire

Loin de se réduire à un simple retrait ou désengagement, le rôle de l'État dans les dynamiques contemporaines de financiarisation des politiques sociales s'analyse aujourd'hui comme une participation active à la structuration des dispositifs, des marchés et des cadres normatifs qui rendent possible l'investissement à impact. Plusieurs travaux récents, notamment ceux de Chiapello et Knoll (2020) ainsi que de Golka (2019, 2023), soulignent que la financiarisation du « *welfare* », c'est-à-dire des politiques sociales de l'État, ne procède pas seulement de l'initiative des acteurs financiers mais résulte de leur articulation avec les stratégies publiques, dans un processus d'hybridation entre logiques de marché et politiques sociales.

Chiapello et Knoll montrent que l'émergence de l'*impact investing* et de la *social finance* s'inscrit dans un triple mouvement historique : la diffusion des techniques financières hors de leur sphère traditionnelle, la transformation des modes de gouvernement publics sous l'influence du *New Public Management*, et l'évolution des politiques sociales vers des logiques d'activation (conditionnement de l'aide publique), de contractualisation (recours à des conventions avec le secteur privé) et d'investissement social (mobilisation de capitaux en vue de générer un retour social mesurable). Ce cadre met en évidence la place centrale des autorités publiques dans la production de conditions favorables à l'introduction de capitaux privés dans le financement des services sociaux, par le biais de réformes juridiques (création de statuts spécifiques), de dispositifs fiscaux incitatifs ou encore de mécanismes de garantie publique qui sécurisent les investissements (ex. : *social impact bonds*, prêts garantis, cofinancements). Ces transformations ne se limitent pas à une ouverture passive au capital privé, elles supposent un travail institutionnel actif, où l'État devient l'architecte de montages hybrides mêlant subventions, dons, investissements et financements de marché.

De manière complémentaire, les recherches de Philipp Golka insistent sur la nécessité de dépasser une lecture purement coercitive ou imposée de la financiarisation pour analyser les mécanismes de conviction et de cadrage discursif qui permettent l'adhésion des décideurs publics à ces dispositifs. Dans ses études (Golka, 2019, 2023) sur le cas britannique, Golka montre que la financiarisation des politiques sociales s'opère parce que les cadres interprétatifs portés par les acteurs financiers, comme la promesse d'innovation, d'efficacité, de pilotage par les résultats, trouvent un écho dans les attentes et les contraintes des gouvernements (réduction des déficits publics, recherche de nouvelles formes d'action sans augmentation budgétaire). Cette dynamique est alimentée par un travail actif de construction de la crédibilité des dispositifs (via la mesure d'impact, le reporting, les indicateurs) et par la production d'un discours séduisant qui positionne l'investissement privé comme une solution légitime et moderne aux « défaillances » des politiques publiques classiques. Ce processus repose aussi sur un travail discursif actif, un « attrait de la finance » qui rend ces dispositifs acceptables et attractifs, notamment en mobilisant les promesses de co-bénéfice, d'innovation et d'efficacité. Mais cette dynamique reste fragile : dès lors que les logiques extractives deviennent visibles, la crédibilité des montages se trouve remise en cause, comme l'a illustré l'expérience des Social Impact Bonds au Royaume-Uni (Golka, 2023).

Si ces analyses ne traitent pas directement de la finance solidaire, elles permettent d'éclairer certaines dynamiques spécifiques, notamment dans le contexte français, où l'État joue historiquement un rôle décisif dans l'institutionnalisation de l'épargne solidaire et de l'ESS. Depuis la loi de 2001 qui introduit l'option solidaire dans l'épargne salariale, l'État français agit non seulement comme régulateur mais aussi comme producteur d'un nouveau marché, en définissant les statuts des entreprises solidaires (agrément ESUS), en imposant des quotas d'investissement pour certains produits financiers (fonds 90-10), et en soutenant directement l'ESS via des subventions, des prêts garantis (BPI), ou des dispositifs fiscaux (réductions d'impôts, mécénat). Cette intervention publique, outre le fait qu'elle « dérisque » sensiblement les fonds solidaires, ne se limite pas à une politique sectorielle de soutien aux acteurs de l'ESS : elle participe à la diffusion de standards d'évaluation et à l'encadrement des critères de sélection des projets via l'infrastructure des labels (Finansol, ISR, Greenfin), des mesures d'impact, et des référentiels extra-financiers.

Ainsi, la financiarisation de la finance solidaire, bien qu'adossée à des finalités sociales, s'inscrit dans cette logique plus large de gouvernance par les instruments. La financiarisation ne relève pas uniquement d'une dynamique spontanée portée par des acteurs financiers, elle

procède d'un travail conjoint entre autorités publiques, investisseurs, gestionnaires d'actifs et experts, où l'État tient une position ambivalente : à la fois garant des finalités sociales et promoteur de dispositifs qui contribuent à aligner ces finalités sur les exigences de la rationalité économique et financière. Ce cadre permet de mieux comprendre comment les outils de mesure diffusés dans la finance solidaire sont non seulement des instruments techniques mais aussi des véhicules de normes qui participent à la reconfiguration des pratiques et des arbitrages dans ce secteur.

Cette analyse trouve une illustration concrète dans le cas français, et plus particulièrement dans le secteur des foncières solidaires membres du réseau FAIR, dont les modalités de financement donnent à voir cette hybridation entre subventions publiques et investissement solidaire. Le tableau 4 met en évidence l'ambivalence des logiques à l'œuvre, où les financements publics ne se substituent pas à l'investissement par les fonds solidaires, mais s'articulent avec lui dans des montages hybrides, témoignant de la co-construction de ces dispositifs par l'État et les acteurs financiers.

Tableau 4: Subventions publiques et détention du capital par les fonds solidaires dans les foncières solidaires membres du réseau FAIR en 2023

Acteurs	Subventions publiques déclarées à FAIR	Capital détenu par des fonds solidaires	Capital social	% du capital détenu par des fonds solidaires
Habitat & Humanisme	137 897 000 €	127 163 000 €	362 853 000 €	35 %
SNL-Prologues	102 601 000 €	27 755 000 €	62 561 000 €	44 %
Entreprendre pour Humaniser la Dépendance	31 319 000 €	55 519 000 €	178 050 000 €	31 %
Foncière Chênelet	13 812 000 €	18 140 000 €	30 402 000 €	60 %
Fondation Léopold Bellan	2 365 000 €	5 700 000 €	7 740 000 €	74 %
Familles solidaires	1 727 000 €	4 596 000 €	7 104 000 €	65 %
Caritas Habitat	1 421 000 €	- €	16 586 000 €	0 %
Foncière Terre de Liens	814 000 €	21 219 000 €	154 684 000 €	14 %
Solifap	472 000 €	47 965 000 €	75 574 000 €	63 %
ESIS	159 000 €	- €	3 542 000 €	0 %
Urban solidarité Investissement	139 000 €	2 500 000 €	3 294 000 €	76 %
HAPI Coop	136 000 €	- €	791 000 €	0 %
Habitat & Partage	103 000 €	18 000 €	1 629 000 €	1%
Hacoopa	100 000 €	- €	378 000 €	0 %

Source : exploitation des données FAIR par l'auteur

Le tableau 4 illustre concrètement la dynamique d'hybridation des modes de financement à l'œuvre dans le secteur des foncières solidaires du réseau FAIR. Il met en évidence la coexistence, au sein de ces entreprises, entre des subventions publiques significatives et une prise de participation par des fonds solidaires, eux-mêmes adossés à de l'épargne privée. Cette configuration reflète l'articulation entre soutien public et logique d'investissement, dans un cadre institutionnel qui favorise la circulation de capitaux privés vers des projets d'utilité sociale.

Certaines foncières, comme Habitat & Humanisme, SNL-Prologues ou Solifap, cumulent ainsi des montants élevés de subventions et une détention notable de leur capital par des fonds solidaires, parfois au-delà de 60 %. Cette situation illustre le processus de co-construction des dispositifs de financement entre acteurs publics et investisseurs : ce n'est pas un retrait de l'État, il s'agit d'une recomposition des formes de soutien public qui passe par l'encadrement juridique, les incitations fiscales, les garanties et les subventions. Ainsi les fonds solidaires détiennent des titres et perçoivent une certaine rentabilité mais surtout une certaine sûreté, tandis que l'Etat soutient les entreprises émettrices de ces titres.

En somme, cette hybridation public-privé contribue à redéfinir les critères de sélection et de valorisation des projets dans la finance solidaire, en alignant des finalités sociales sur des exigences de mesurabilité et de performance financière. Cette finance solidaire « parrainée par l'Etat » témoigne de la manière dont la financiarisation opère ici : par les instruments (labels, indicateurs, mesures d'impact) et par le croisement entre politiques publiques et pratiques d'investissement.

Deuxième exemple : La multiplication des intermédiaires - financiarisation et gestion du risque dans les fonds solidaires

Dans cet exemple, nous montrons que la multiplication des niveaux d'intermédiation au sein des fonds solidaires constitue une autre forme de financiarisation. Cette intermédiation financière *via* des fonds solidaires va agir sur la sélection des entreprises solidaires financées.

L'essor des fonds solidaires comme principaux véhicules de financement des entreprises de l'ESS s'accompagne d'une multiplication des niveaux d'intermédiation entre l'épargnant et les projets bénéficiaires. Cette transformation de la chaîne de financement symbolise l'une des formes concrètes de la financiarisation de la finance solidaire : non pas par une domination directe des marchés financiers, mais par l'encastrement progressif des logiques financières dans la structuration même des flux, des acteurs et des instruments.

Dans les premières configurations historiques de la finance solidaire, le modèle reposait sur une relation relativement directe entre trois pôles : l'épargnant, l'opérateur ou financeur solidaire, et le projet financé.

- Epargnant → opérateur solidaire
- Epargnant → financeur solidaire → projet bénéficiaire

Ce schéma a progressivement laissé place à une architecture plus complexe dans laquelle s'intercalent des gestionnaires d'actifs, chargés de structurer les fonds et de piloter les décisions d'investissement selon des critères financiers et de liquidité. Le modèle classique se transforme ainsi en une chaîne élargie :

- Épargnant → Fonds « 90-10 » → Financeur solidaire → Projet bénéficiaire
- ou, dans certains cas, Épargnant → Fonds « 90-10 » → Entreprise solidaire

À partir des années 2010, cette chaîne s'est encore allongée avec l'émergence des Fonds Professionnels Spécialisés (FPS), instruments permettant aux sociétés de gestion de déléguer la sélection et le suivi des investissements solidaires à d'autres entités financières. Le montage devient alors multi-niveaux :

- Épargnant → Fonds « 90-10 » → FPS solidaire → Financeur solidaire → Projet bénéficiaire
- ou Épargnant → Fonds « 90-10 » → FPS solidaire → Projet bénéficiaire

Si cette architecture a permis une mobilisation accrue de l'épargne solidaire, elle s'est traduite par une distension de la relation entre l'épargnant et le bénéficiaire final. L'éloignement entre financeur et terrain ne résulte pas d'un désintérêt, mais de la montée en puissance d'intermédiaires spécialisés dans la gestion du risque, la sélection des projets, l'évaluation d'impact et la structuration des flux financiers.

Cette multiplication des intermédiaires est indissociable de la logique de gestion du risque et du « dérisquage », caractéristiques majeures des dispositifs financiers. Pour sécuriser les capitaux investis, notamment ceux provenant de l'épargne salariale, les fonds solidaires tendent à privilégier des entreprises jugées « matures », présentant des garanties de liquidité ou de stabilité financière. Les projets trop jeunes ou trop risqués sont ainsi plus facilement écartés, sauf à bénéficier de montages permettant de répartir le risque entre plusieurs acteurs, ou de dispositifs publics de sécurisation (prêts garantis, subventions, financement public-privé).

Cette logique de dérisquage s'accompagne souvent de conventions de liquidité qui imposent aux entreprises solidaires les plus matures de constituer des réserves afin de pouvoir racheter leurs propres parts aux fonds d'investissement dans certaines conditions. Ce type de mécanisme contribue à aligner les pratiques de gouvernance et de gestion des entreprises solidaires sur des standards financiers, au risque de limiter leur capacité d'innovation sociale.

Cette dynamique de sélection par les critères de risque et de liquidité se traduit empiriquement par une forte concentration des financements vers des entreprises solidaires dites « matures ». Le tableau 5, qui synthétise l'ancienneté des entreprises financées par les fonds solidaires sur la période 2020-2023, met en évidence une prédominance des structures de plus de dix ans d'existence, avec une ancienneté médiane autour de 18 ans. Cette configuration reflète les effets du dérisquage opéré par la chaîne d'intermédiation et confirme le recentrage des financements vers des projets considérés comme plus sûrs.

Tableau 5: Âge des entreprises financées par les fonds solidaires entre 2020 et 2023 : un indicateur des logiques de sélection et de gestion du risque

Ancienneté des entreprises	2020	2021	2022	2023	Total
Supérieure à 20 ans	74	93	86	86	339
Entre 10 et 20 ans	22	41	39	41	143
Entre 5 et 10 ans	29	37	46	24	136
Entre 3 et 5 ans	16	8	24	27	75
Inférieure à 3 ans	5	11	7	15	38
Ancienneté moyenne	24	36	25	21	27
Ancienneté médiane	21	18	16	15	18

Source : exploitation des données FAIR par l'auteur

Cette concentration des financements vers les entreprises les plus anciennes s'accompagne également d'une répétition fréquente des investissements en faveur des mêmes acteurs, souvent parmi les plus grands et les plus institutionnalisés du secteur. En 2023, par exemple, Habitat & Humanisme bénéficie de 19 financements, Entreprendre pour Humaniser la Dépendance (EHD) de 9, et des structures comme l'ADIE ou SNL-Prologues de 6 chacune. Cette récurrence reflète non seulement l'aversion au risque des financeurs, mais aussi la tendance à privilégier les organisations financées par d'autres fonds. Ce qui traduit une forte capacité administrative, une gouvernance stabilisée et une bonne maîtrise des outils de reporting attendus par les gestionnaires de fonds. Ce phénomène contribue à renforcer les positions dominantes de certains acteurs historiques dans l'allocation de l'épargne solidaire, au détriment potentiel de la diversité des projets soutenus, notamment ceux portés par des structures plus petites, émergentes ou expérimentales.

Cette distribution de l'ancienneté des entreprises témoigne des effets sélectifs induits par la financiarisation des circuits de financement. En favorisant les structures les plus anciennes, considérées comme les plus stables, le système tend à écarter les entreprises récentes ou plus fragiles, qui sont pourtant souvent porteuses d'innovations sociales ou environnementales, mais perçues comme moins compatibles avec les exigences de prévisibilité, de rentabilité et de liquidité. Ce biais de sélection traduit l'influence croissante des logiques financières dans l'allocation de l'épargne solidaire. Il contribue à transformer les équilibres entre sécurité du capital investi et prise de risque social, et interroge la capacité de la finance solidaire institutionnelle à rester un levier de financement pour les expérimentations ou les projets à forte valeur ajoutée sociale mais à rentabilité incertaine.

Au-delà de cette logique de gestion du risque, la structuration actuelle des chaînes d'intermédiation influence également la gouvernance des fonds et des projets financés. Les critères de sélection, les conditions de financement, les exigences de reporting et les méthodes d'évaluation sont désormais largement définis par les sociétés de gestion et les FPS, selon des logiques de rentabilité, de maîtrise du risque et de liquidité. Ce recentrage des décisions d'allocation du capital sur des critères issus du monde de la finance conventionnelle redéfinit les priorités, au détriment potentiel des objectifs sociaux, territoriaux ou citoyens historiquement portés par la finance solidaire.

Ce processus de recentrage contribue par ailleurs à transformer la place et les attentes des épargnants : dans un contexte de mise en concurrence accrue avec les fonds ISR ou les fonds conventionnels, les souscripteurs des fonds solidaires sont de moins en moins assimilables à des « citoyens engagés » et de plus en plus perçus comme des investisseurs attentifs à la performance, y compris extra-financière, mesurée par des indicateurs standardisés. L'idéal d'une « action collective » ou d'une épargne militante cède alors le pas à une logique individualisée (par exemple l'épargnant souscrivant à un fonds d'investissement) et financiarisée, où l'impact devient une attente, au même titre que la rentabilité.

En définitive, la multiplication des intermédiaires dans la finance solidaire n'est pas un simple phénomène technique qui servirait à maximiser l'investissement solidaire ou à offrir davantage de transparence aux épargnants : cette structure en cascade ou en poupée gigogne minimise le risque en optimisant la sélection des projets et maximise la liquidité des actifs solidaires. Elle illustre une forme contemporaine de la financiarisation par la structuration des circuits, la gestion du risque et la diffusion de standards de gouvernance financière, au cœur même d'un secteur historiquement pensé comme une alternative aux logiques du marché.

Troisième exemple : La rémunération par l'impact

Une troisième illustration des mécanismes de financiarisation à l'œuvre dans la finance à impact concerne l'émergence de pratiques de rémunération des gestionnaires de fonds indexées sur l'atteinte d'objectifs sociaux ou environnementaux. Concrètement, une part variable de leur rémunération peut leur être versée si les investissements réalisés atteignent certains résultats mesurables, prédéfinis à l'avance. Ce type de mécanisme, inspiré du capital-investissement (*private equity*), est désigné sous les termes d'*impact carried interest* ou d'*impact-linked compensation* (GSG France, 2024; Patton et al., 2024).

Cette pratique n'est pas marginale au sein de l'écosystème Français de la finance à impact : selon le Panorama 2024 de la finance à impact, plus de la moitié des fonds interrogés (25 sur 45) déclarent avoir intégré de tels mécanismes dans leur politique de rémunération (GSG France, 2024, pp. 18–19), et 6 membres du collectif FAIR y ont également recours. Cette méthode de rémunération peut s'activer dans différents cas de figure, par exemple lorsqu'une progression mesurable est observée dans les indicateurs d'impact du portefeuille, comme une amélioration notable du score global attribué aux projets financés. Elle peut aussi être déclenchée par l'atteinte de résultats concrets, tels que la mise en œuvre effective d'actions correctrices ou des avancées tangibles dans les pratiques des entreprises accompagnées, à la suite d'un dialogue entre investisseurs et dirigeants. Certains acteurs envisagent même de lier jusqu'à 50 % de la rémunération variable à la réalisation des objectifs définis par ces indicateurs d'impact (*ibid.*).

Si cette « innovation » concernant la rémunération des financeurs peut être vue comme un progrès en matière d'intentionnalité et de « mise en cohérence » des objectifs sociaux et financiers, elle n'est pas sans soulever des interrogations. La critique adressée à la doctrine de la création de valeur pour l'actionnaire (*shareholder value*), selon laquelle la gouvernance des entreprises devrait viser prioritairement les intérêts des actionnaires, reste pertinente ici et pourrait tout autant s'appliquer à cette valeur actionnariale rénovée. Plusieurs auteurs ont souligné que le modèle de maximisation de la valeur pour l'actionnaire, bien qu'idéologiquement dominant, ne repose sur aucun fondement juridique solide dans la plupart des droits des sociétés (pour les entreprises cotées) et qu'il engendre des effets néfastes : court-termisme, stratégies opportunistes, captation de la valeur, optimisation d'indicateurs plutôt que la poursuite de l'intérêt social des entreprises (Aglietta & Rebérioux, 2004; Favereau, 2014; Lazonick & O'Sullivan, 2000; Robé, 2016; Stout, 2012). Appliqué à la sphère sociale, ce

modèle pourrait reproduire les mêmes biais ou les mêmes erreurs que ceux identifiés dans la gouvernance actionnariale classique, tout en donnant l'illusion d'une rénovation éthique.

De plus, ce mode d'incitation sur des critères extra-financiers suppose que l'impact soit objectivable, mesurable et quantifiable, condition *sine qua non* à son intégration dans un système de rémunération. Ce faisant, il pourrait privilégier les dimensions les plus « faciles » à standardiser : emplois créés, tonnes de CO₂ évitées, bénéficiaires comptabilisés, au détriment d'impacts plus qualitatifs, relationnels ou processuels (*empowerment*, renforcement des capacités locales, confiance, qualité des processus démocratiques). Ce biais de la mesure, déjà largement critiqué dans la littérature sur la performance sociale, est ici renforcé par l'introduction d'un intérêt financier direct à l'atteinte de certains objectifs.

Surtout, cette dynamique soulève une question centrale : qui décide de ce qui compte et comment ? Ce n'est plus seulement le projet, ses bénéficiaires ou la société civile qui définissent les priorités, mais les financeurs et gestionnaires de fonds eux-mêmes, à travers la sélection des indicateurs éligibles à la rémunération. Le pilotage de l'impact social devient ainsi une affaire de contractualisation et d'incitation, au risque d'appauvrir la diversité des approches et des visions de la transformation sociale. En définitive, la mise en œuvre de l'*impact carried interest* apparaît comme une illustration supplémentaire de la financiarisation de la finance solidaire et de la finance à impact. Elle prolonge les dynamiques analysées précédemment : sélection par le risque, multiplication des intermédiaires, normalisation par les indicateurs, en intégrant les logiques d'incitations financières au cœur même de la gouvernance des dispositifs d'impact. Ce processus contribue à réduire la complexité du social à ce qui peut être compté et monétisé, tout en renforçant la position des sociétés de gestion dans la définition des normes de performance.

Pour conclure, la financiarisation de la finance solidaire peut s'illustrer par l'expansion des dispositifs financiers, la multiplication des intermédiaires, la sélection par le risque et l'intégration de mécanismes incitatifs inspirés de la finance conventionnelle. Mais ce processus repose également sur une reconfiguration des manières de voir, d'évaluer et de légitimer les projets financés. C'est cette dimension, moins visible mais tout aussi déterminante, de l'évaluation chiffrée, portée par les indicateurs, les grilles, les labels, qui façonne ce qui mérite (ou non) d'être financé et reconnu comme légitime. C'est cette performativité du chiffre et des instruments de mesure que nous proposons maintenant d'examiner.

La critique du chiffre, la non-neutralité de l'évaluation et l'intégration financière de projets sociaux dans la finance solidaire

La financiarisation de la finance solidaire ne se limite pas à l'entrée de capitaux privés : elle passe aussi par la transformation des pratiques d'évaluation, de calcul et de sélection des projets financés, qui redéfinissent les contours mêmes des projets sociaux et la façon de financer le social. Les dispositifs techniques comme l'évaluation d'impact, le *scoring* ESG, les labels, les comités et critères d'investissement, ne se contentent pas d'outiller la décision : ils participent activement à la construction de la réalité sociale qu'ils prétendent mesurer. Ils sélectionnent ce qui compte, déterminent ce qui devient finançable, et excluent ce qui ne rentre pas dans les formats attendus. En clair, la mesure est performative. Les comportements se modifient sous l'effet de la mesure, au point que la prolifération des instruments d'évaluation chiffrés devient une forme majeure de gouvernance, caractéristique de la « culture de l'audit » (Espeland & Sauder, 2007; Espeland & Stevens, 1998).

Cette section propose d'approfondir cette critique des instruments, en insistant d'abord sur la non-neutralité de l'évaluation, puis sur son rôle politique comme technologie de gouvernement, avant de montrer comment ces dispositifs contribuent à la « fabrication » des actifs sociaux.

Quand mesurer, c'est choisir : la non-neutralité du chiffre

La critique de la quantification, notamment dans l'évaluation des politiques publiques, souligne que les dispositifs de mesure, loin d'être des instruments objectifs, sont le produit de choix politiques, de conventions et d'arrangements situés. L'« objectivité mécanique⁴⁵ » selon Porter, supposerait que l'impartialité pourrait être garantie par des procédures chiffrées, évacuant ainsi le jugement humain et le débat. Cette quête d'objectivité par la norme masque pourtant les choix politiques et les conventions « effacées » qui sous-tendent toute opération de mesure (Chiapello et al., 2015). Pourtant, toute mesure est construite, et la sélection de ce qui est mesuré engage nécessairement des arbitrages normatifs.

Dans la finance à impact et la finance solidaire, cette critique trouve une résonance particulière. La sélection des projets financés repose de plus en plus sur leur compatibilité avec des critères standardisés d'évaluation. Ce qui devient finançable n'est pas nécessairement ce qui est le plus

⁴⁵ L'« objectivité mécanique », selon Theodore Porter (T. M. Porter, 2017), désigne la quête d'une forme d'impartialité reposant sur des procédures, des normes et des chiffres, perçus comme des garanties contre l'arbitraire du jugement humain. Cette logique se développe surtout dans les espaces où les décisions sont vulnérables à la contestation, moins pour rechercher la vérité que pour sécuriser la légitimité des choix. Porter parle ainsi d'un « culte de l'impersonnalité », qui substitue la rigueur apparente des nombres au débat interprétatif.

innovant ou le plus utile socialement, mais ce qui est mesurable et justifiable. Cette sélection par la calculabilité produit des biais structurels : elle favorise les projets stabilisés, « matures », compatibles avec les matrices d'évaluation, et tend à exclure ceux dont les effets sont qualitatifs, diffus, ou longs à produire.

Les fonds d'investissement et gérants d'actifs détiennent aujourd'hui le pouvoir d'élaborer, appliquer et interpréter ces dispositifs d'évaluation. Les dispositifs de calcul ne se contentent pas de mesurer : ils participent à la production des réalités économiques. Dans la finance à impact ou dans la finance solidaire, loin d'être de simples reflets, les mesures d'impact, les « bonnes pratiques », les labels, les benchmarks, et les grilles de sélections financières et extra-financières contribuent à configurer les pratiques, à sélectionner et à hiérarchiser les projets.

Mais au-delà du caractère construit des indicateurs, c'est le rôle politique de la mesure qui est en jeu : l'évaluation n'est pas seulement une opération technique, elle devient une technologie de gouvernement qui structure les comportements et les rapports de pouvoir dans l'allocation des financements (par exemple, subvention publique ou financement privé).

Critique de la mesure comme gouvernement

L'évaluation de l'impact, en particulier, s'inscrit dans la continuité de la logique de pilotage par les indicateurs, héritée des dispositifs de rationalisation des politiques publiques (Jany-Catrice, 2020). Cette approche prolonge la quête de productivité industrielle dans les services et dans l'évaluation d'activités publiques ou sociales, au prix d'une réduction de la complexité sociale à ce qui peut être compté.

Derrière la rhétorique de l'efficacité et de l'objectivation, l'évaluation d'impact impose une certaine définition de la réussite, fondée sur la preuve quantitative, la mesure d'effets causaux, la démonstration par les chiffres. L'expertise technocratique, centrée sur les dispositifs comme le SROI⁴⁶, les RCT⁴⁷, les analyses coûts-bénéfices (sociaux), constitue aujourd'hui l'un des modèles dominants (Jany-Catrice, 2020). Le modèle technocratique tend à évacuer la

⁴⁶ Le *Social Return on Investment* (SROI) est une méthode d'évaluation d'impact qui vise à exprimer les effets sociaux d'un projet en termes monétaires, par une comparaison entre les « bénéfices sociaux » générés et les investissements consentis. Elle repose sur l'estimation de la valeur des impacts non marchands (par exemple, amélioration du bien-être, insertion professionnelle) à partir de proxys monétaires et cherche à établir un ratio du type : « 1 euro investi génère X euros de valeur sociale ».

⁴⁷ Les *Randomized Controlled Trials* (RCT), ou essais randomisés contrôlés, sont des protocoles d'évaluation expérimentale empruntés aux sciences médicales, consistant à comparer un groupe bénéficiaire d'une intervention avec un groupe témoin sélectionné aléatoirement. Appliqués à l'évaluation des politiques publiques et sociales, ils visent à isoler l'effet causal de l'intervention, mais font l'objet de critiques quant à leur applicabilité, leur coût et leur réduction de la complexité sociale à des mécanismes mesurables.

dimension politique et collective des projets sociaux, en naturalisant les résultats chiffrés, il relègue au second plan la question de qui décide de ce qui compte et impose des formats de calcul qui renforcent les asymétries de pouvoir entre porteurs de projets, financeurs et experts.

Dans cette perspective, la mesure d'impact ne peut être considérée comme une simple aide à la décision : elle est une technologie de gouvernement, au sens de Foucault. C'est-à-dire un dispositif qui encadre les comportements, façonne les attentes et définit les formes légitimes de l'action sociale. Le marché, dans cette logique, ne gouverne pas seulement les choses, il tente d'appliquer aux humains et au social les mêmes logiques de gestion que pour les actifs financiers ou les biens matériels. Lorsque la mesure d'impact devient la condition d'accès au financement, elle agit comme une norme comportementale : elle fixe ce que doit être un projet légitime, elle définit la façon dont il doit être présenté, mesuré, validé. Elle oriente les choix des acteurs, même sans les y contraindre directement.

On pourrait dire que dans la finance à impact et la finance solidaire, on ne sélectionne pas simplement des projets : on sélectionne des façons de concevoir le social, des manières de l'encadrer, de le mesurer⁴⁸, de l'évaluer. Ce gouvernement par les « données » (Bruno, 2015) est peut-être une forme de biopolitique⁴⁹ appliquée à l'action sociale, où la gestion par les nombres et les critères de performance remplace la délibération collective sur les finalités. Cette logique de gouvernement par les dispositifs d'évaluation ne se limite pas à encadrer les pratiques : elle participe aussi à transformer l'action sociale elle-même en objet d'investissement. C'est à cette dynamique de transformation, où les projets deviennent eux-mêmes des supports d'investissement, que nous nous intéressons à présent.

La fabrication des actifs sociaux : comment les projets deviennent des actifs

Pour comprendre pleinement le gouvernement par les dispositifs d'évaluation, il faut observer comment cette logique transforme progressivement les projets sociaux, jusqu'à faire de l'action sociale/environnementale elle-même un objet d'investissement. Plusieurs concepts permettent de distinguer différentes formes de transformation marchande : *commodification* (mise sur le

⁴⁸ La mesure suppose, dans son acception classique, l'existence d'une grandeur stable et observable indépendamment de l'acte de mesurer « *la réalité de la chose à mesurer est indépendante de l'activité de mesure* » (Desrosières, 2010, p. 7). L'évaluation, en revanche, engage un travail préalable de définition des critères et des conventions : elle ne se limite pas à mesurer un donné mais participe à produire la réalité qu'elle prétend observer, « *elle évacue ou minimise, la multitude de conventions qui ont précédé sa mise en chiffres* » (Jany-Catrice, 2012, p. 29).

⁴⁹ La notion de biopolitique, développée par Michel Foucault (Foucault, 2004), désigne la forme de pouvoir moderne qui s'exerce sur la vie des populations, non par la contrainte directe, mais par la gestion des processus biologiques, sociaux et économiques (santé, natalité, éducation, etc.). Elle agit par la production de normes, de savoirs, de dispositifs qui encadrent les comportements, orientent les conduites et organisent les possibles.

marché), *capitalization* (valorisation anticipée), et *assetization* (transformation en actif capitalisable). Toutefois, dans le cas de la finance solidaire, ils s'avèrent insuffisants pour décrire les mécanismes spécifiques à l'œuvre dans les fonds solidaires « 90-10 ».

C'est pourquoi nous proposons ici la notion de « *portfolioization* ⁵⁰ » pour désigner un processus spécifique à la finance solidaire institutionnelle. Il ne s'agit ni d'une simple marchandisation, ni d'une conversion en actifs capitalisables : les titres d'entreprises solidaires (titres participatifs, associatifs, actions non cotées) sont déjà des actifs. La nouveauté réside dans leur encastrement dans des portefeuilles financiers conventionnels, selon des logiques de sélection, de mesure et de gestion compatibles avec les standards traditionnels. Les projets sociaux ne sont pas réinterprétés comme des marchandises, mais comme des actifs, ils sont sélectionnés en fonction de critères financiers et extra-financiers et intégrés à des stratégies financières plus grandes (celles des fonds solidaires). Pour qu'un actif soit l'objet d'un échange, il faut que le projet social soit rendu calculable, manipulable et intégrable dans les dispositifs financiers. Cela implique de l'isoler, de le disposer dans un même espace de comparaison (par exemple dans un fonds d'investissement ou sur un marché), de pouvoir le relier, le transformer, l'ordonner à l'aide d'outils, et enfin d'en extraire un résultat qui permette de produire une décision (qu'il s'agisse d'informations financières ou extra-financières). Le calcul n'est jamais une opération neutre : il est une pratique collective, située, outillée, structurée par des choix sur ce qui est rendu visible, mesurable, valorisable ou non. Les architectures des marchés ne sont pas universelles ; elles sont construites, expérimentées, outillées, selon des formats spécifiques qui déterminent ce qui peut être échangé, financé, valorisé. (Callon & Muniesa, 2005).

Trois processus méritent ici d'être distingués et détaillés. La *commodification* ou marchandisation (Robertson, 2006) désigne la transformation d'un bien ou d'un service en marchandise échangeable sur un marché, avec un prix établi pour la transaction. L'échange est immédiat, comme c'est le cas pour la vente de terres, d'eau, ou de crédits carbone. La *capitalization* (Muniesa et al., 2017) fait référence au calcul de la valeur d'un actif sur la base de l'anticipation de flux futurs : il s'agit d'évaluer combien vaut aujourd'hui un projet ou un bien, en fonction de ses revenus attendus. L'*assetization* (Birch & Muniesa, 2020; Golka, 2023) va plus loin, elle désigne le processus par lequel des objets, des relations ou des impacts deviennent des actifs financiers capitalisables, intégrables dans des portefeuilles

⁵⁰ Nous conservons ici un terme anglais pour rester dans la ligne des autres notions. Ce terme permet de se démarquer des notions existantes de « *commodification* », « *capitalization* » ou « *assetization* », en insistant sur le format de portefeuille et des logiques de gestion, de sélection, de risque...

d'investissement, susceptibles de produire de la valeur dans le temps, même sans échange immédiat.

A première vue, plusieurs dynamiques à l'œuvre dans la finance solidaire institutionnelle pourraient permettre de faire le lien avec ces 3 concepts :

- La normalisation des évaluations à travers la promotion de « bonnes pratiques » (FAIR, 2025a; GSG France et al., 2024), de critères présents dans les labels extra-financiers, ou la normalisation des notations ESG. Cela renvoie à l'*assetization*, car cette transformation suppose de stabiliser des critères d'évaluation pour rendre les objets sociaux comparables et intégrables dans des portefeuilles ;
- L'inclusion d'actifs sociaux dans des produits financiers échangeables et liquides. Cela évoque la *commodification*, dans la mesure où des biens ou projets à visée sociale deviennent des supports de transactions financières. Ce n'est pas une commodification complète (au sens de mise en marché directe), mais il y a bien une logique de circulation, d'hybridation et de liquidité ;
- La rémunération indexée sur l'impact dans le *carried interest*. Cela évoque la *capitalization*, puisqu'on tente d'actualiser un gain futur (financier ou d'impact) en fonction d'une projection sur la performance sociale attendue. La mesure de l'impact devient un vecteur d'anticipation de valeur.

Toutefois ces processus ne peuvent pas être entièrement qualifiés d'*assetization*, de *capitalization* ou de *commodification*, ils ne collent pas tout à fait à ce qui est observé. Les fonds solidaires fonctionnent sur un principe autre, l'intégration de projets socio-environnementaux qui sont déjà des actifs (titres d'entreprises solidaires), dans des structures plus financières (les fonds d'investissement). En plus de cela, le processus que connaît la finance solidaire repose sur la production d'indicateurs, la sélection sur des critères extra-financiers et financiers, la construction de métriques originales (Devin, 2025), l'anticipation de flux financiers ou de risques futurs, qui sont indissociables des logiques de pouvoir et de gouvernement décrites plus haut, qui structurent aujourd'hui l'allocation des ressources dans ce secteur.

Tableau 6: Formes de transformation des objets sociaux par les logiques de marché

Concept	Définition	Logique dominante	Exemples
<i>Commodification</i>	Transformation en marchandise, mise sur le marché	Marchandisation, échange, transaction	Eau, terres, éducation, biodiversité
<i>Assetization</i>	Transformation en actif, monétisation future, valeur par anticipation	Détention d'actifs, promesse de flux futurs	Brevets en biotechnologie, SIBs, scoring d'impact
<i>Capitalization</i>	Calcul de la valeur par actualisation des revenus futurs	Méthode de calcul, projection de valeur	<i>Discounted Cash Flow</i> , évaluation de projet, d'une start-up
<i>Portfolioization</i> / Encastrement financier (<i>proposition</i>)	Intégration d'actifs sociaux dans des portefeuilles d'investissement conventionnels, sans rupture avec les logiques financières dominantes	Hybridation, inclusion dans l'architecture des produits financiers, compatibilité aux standards financiers	Fonds solidaires 90-10, stratégies ISR poussées

Source : Auteur

Si la marchandisation (*commodification*) renvoie à l'échange immédiat sur un marché, et si l'*assetization* désigne la transformation d'une entité en actif capitalisable, nous pouvons proposer la notion de *portfolioization* ou encastrement financier pour désigner le processus par lequel des actifs à visée sociale ou environnementale sont intégrés dans des portefeuilles financiers, sans remise en question des architectures d'investissement existantes ou du rôle de l'Etat. Ce processus, observable notamment dans les montages « 90-10 » permet aux actifs sociaux de circuler dans les circuits financiers classiques, à condition d'être compatibles avec les logiques financières de sélection et de sécurisation du capital, puis d'être mis en concurrence avec des produits financiers plus classiques.

Au-delà de la transformation des instruments d'évaluation et de sélection, l'analyse de la financiarisation met en lumière une dynamique plus large de reconfiguration du rôle des marchés dans le financement du social. La diffusion de standards, la montée des logiques de mesure et l'hybridation des pratiques ne relèvent pas uniquement de choix techniques : elles traduisent une évolution structurelle des rapports entre finance et action collective, par exemple en réduisant la capacité des projets à échapper aux formats dominants de sélection et d'évaluation. La dernière section prolonge la réflexion en proposant une montée en généralité. Elle revient sur les limites structurelles de la finance à impact et des fonds solidaires, sur les

effets ambivalents de leur institutionnalisation, ainsi que sur les tensions entre objectifs sociaux affichés et logiques de rentabilité, dans un contexte de redéploiement idéologique du capitalisme sous couvert de responsabilité.

La finance à impact et les fonds solidaires « *right concept but wrong idea* » ?

Le risque de captation des ressources qui auraient pu être allouées autrement : l'enjeu de l'additionnalité

La finance à impact, englobant en France les fonds solidaires, s'est imposée ces dernières années comme un modèle d'investissement combinant recherche de rentabilité et objectifs socio-environnementaux mesurables. Fondée sur des principes séduisants, intentionnalité, mesurabilité et additionnalité, elle repose sur l'idée que les capitaux privés peuvent générer un impact positif tout en assurant une performance financière. Pourtant, si ce modèle semble pertinent en théorie, son application soulève des interrogations profondes, tant sur son efficacité réelle que sur ses effets indirects sur l'économie solidaire et les politiques publiques. L'expression « *right concept but wrong idea* » issue d'un rapport précurseur sur la finance à impact (Freireich & Fulton, 2009) traduit cette contradiction : la volonté de mobiliser l'investissement privé pour répondre aux défis sociaux et environnementaux est justifiée, mais la manière dont ce modèle est structuré en pratique pose plusieurs problèmes que l'on ne peut ignorer et qui risquent d'enfermer le financement d'activités sociales dans un modèle dont il sera ensuite difficile de s'extraire.

Au-delà des principes affichés, l'un des principaux reproches formulés à l'égard de la finance à impact concerne la captation de ressources financières qui auraient pu être allouées autrement. En attirant des fonds privés, voire des subventions publiques, vers des projets qui auraient pu être financés par d'autres circuits (comme des financements publics directs ou des solutions bancaires), la finance à impact contribue parfois à rediriger des capitaux vers des initiatives déjà rentables ou capables de générer un retour financier. Cela pose un problème d'additionnalité : si un projet aurait pu être financé par un prêt bancaire classique ou par une subvention publique, peut-on réellement considérer qu'un investissement à impact apporte une valeur ajoutée ? Ce risque est d'autant plus marqué que certaines entreprises bénéficiant de ces financements à impact sont déjà bien insérées dans l'économie ou reçoivent déjà des subventions ou des cofinancements publics et ne relèvent plus des secteurs historiquement marginalisés par les circuits financiers classiques. En ce sens, la finance à impact peut détourner des fonds qui auraient pu être dirigés vers des entreprises plus vulnérables ou socialement innovantes mais moins immédiatement rentables ou plus risquées.

L'ambiguïté du soutien institutionnel

Ce phénomène est d'autant plus problématique que la finance à impact bénéficie souvent d'un soutien institutionnel et d'initiatives publiques. De nombreux gouvernements et institutions internationales encouragent son développement en proposant des incitations fiscales (c'est le cas en France via l'IR PME ESUS par exemple), des cofinancements ou des garanties pour attirer les investisseurs privés. Ce soutien étatique, bien que justifié par la volonté de mobiliser davantage de capitaux pour répondre aux défis sociaux et environnementaux, pose une question centrale : pourquoi les pouvoirs publics ne consacrent-ils pas directement ces ressources aux entreprises les plus fragiles, sans passer par des intermédiaires financiers ? En soutenant la finance à impact, l'État légitime une approche de marché des problématiques sociales et environnementales, au lieu de renforcer des mécanismes publics de redistribution et d'investissement solidaire. Mais, dans un contexte de tension sur la dépense publique, est-ce que l'Etat aurait pris la peine de financer ces entreprises si les fonds à impact ou les fonds solidaires n'avaient pas existé ? D'un côté, l'utilisation de fonds d'investissement paraît superflue, de l'autre, elle paraît logique tant les fonds peuvent avoir une efficacité concrète dans le suivi des entreprises et dans la diversité des outils de financement utilisés.

Un impact plus symbolique qu'opérationnel

Par ailleurs, malgré la croissance du secteur et l'engouement des investisseurs institutionnels, la finance à impact reste marginale en matière d'effets réels. En volume, elle représente encore une part infime des flux financiers globaux⁵¹ et son impact concret demeure limité, peut-être plus symbolique qu'opérationnel. Les projets financés, bien que pertinents, restent souvent à petite échelle et ne constituent pas une réponse systémique aux enjeux qu'ils prétendent adresser. De plus, l'évaluation de cet impact est largement dépendante des métriques développées par les investisseurs eux-mêmes (ce qui pose un risque de *greenwashing* ou d'*impact washing*) et par les entreprises financées. Cela crée un problème d'agrégation des données d'impact, mais surtout un problème quant aux choix politiques qui sont faits dans la sélection et la valorisation des impacts.

Une expansion idéologique critiquable du capitalisme sous couvert de responsabilité

Enfin, au-delà de son efficacité limitée, la finance à impact reflète une expansion idéologique plus qu'une transformation structurelle de la finance et c'est surtout en ça qu'elle est

⁵¹ L'épargne solidaire représente 0,5 % de l'épargne des Français en 2023. La finance à impact représente 34 milliards d'euros en France à fin 2023.

intéressante à analyser. Son développement ne remet pas en question les logiques traditionnelles du marché financier, si cela a déjà été son objectif ; au contraire, il les intègre et les légitime davantage. En s'alignant sur les exigences de rentabilité, de mesure standardisée et en faisant reposer le financement d'activités publiques, dont les bienfaits sont communs sur le comportement des épargnants et les stratégies de gestion des gestionnaires d'actifs, la finance à impact consolide les structures existantes du capitalisme financiarisé, plutôt que d'offrir une véritable alternative aux modèles économiques dominants. Elle permet également aux banques ou gestionnaires d'actifs de revendiquer un engagement social sans modifier en profondeur leurs pratiques d'investissement. Ainsi, loin de proposer une rupture avec le système financier classique, la finance à impact en devient une extension, renforçant le pouvoir des marchés et des acteurs financiers sur des enjeux qui pourraient relever en partie de décisions politiques et collectives.

Le nouvel esprit du capitalisme : la récupération des critiques sociales

Dans cette perspective, l'essor de la finance à impact s'apparente à une stratégie de légitimation et de diversification des activités plutôt qu'à une volonté de rompre avec les modèles établis. Ses promoteurs insistent sur la nécessité de mesurer l'impact social et environnemental afin de rendre compte de l'efficacité des investissements, mais cette logique de mesure standardisée s'inscrit elle-même dans la dynamique du capitalisme financier. En définissant a priori ce qui est « mesurable », « rentable », ou « risqué » pour la collectivité, on écarte, par le fait même, toutes les approches plus radicales qui mettraient en cause la prééminence des acteurs financiers dans la satisfaction des besoins collectifs. La question de savoir si les rendements exigés, ou les niveaux de risques acceptables par les investisseurs sont compatibles avec une véritable émancipation des populations sur les questions sociales (logements, chômage, dépendance au système de financement traditionnel) et une protection de l'environnement, reste alors ouverte.

C'est ici que la notion de « nouvel esprit du capitalisme » (Chiapello & Boltanski, 2011) éclaire les logiques à l'œuvre. La finance à impact témoigne de la capacité du système à absorber des revendications d'ordre éthique, social ou écologique, pour mieux les transformer en produits innovants. Elle contribue à diffuser l'idée, auprès d'une partie du grand public, que le capitalisme peut être moralement acceptable, pour peu qu'il s'autorégule et qu'il se dote de critères destinés à évaluer la valeur sociale et environnementale. En définitive, la structure de pouvoir reste inchangée : des investisseurs privés, répondant à une logique financière, décident de la répartition des capitaux et dans une certaine mesure, de la hiérarchie des priorités collectives. Les politiques publiques, quant à elles, peinent à s'affirmer face à une finance

toujours plus puissante, dont les nouveaux mécanismes et instruments sont salués comme des avancées ou des solutions aux problèmes socio-environnementaux (et non comme leur origine), alors même qu'ils n'offrent qu'une réponse partielle aux enjeux d'inégalités ou de dégradation environnementale. Cette critique n'enlève rien au rôle joué par certains acteurs engagés ou certaines pratiques répondant réellement à des besoins sociaux et ayant de réels effets positifs.

Ainsi, malgré l'apparente volonté de concilier rentabilité et utilité sociale, la finance à impact consolide l'édifice global du marché financier, en y intégrant ce supplément d'âme, cette nouvelle légitimation, qu'attendaient les épargnants et certains acteurs politiques, au risque d'ancrer durablement le financement de certaines organisations dans les logiques des fonds d'investissement. Ses principales limites tiennent au fait qu'elle perpétue la dépendance à l'égard de capitaux privés soumis à des impératifs de rentabilité et de risque et qu'elle peut même entériner le retrait relatif de l'État dans de nombreux domaines, au profit d'autres acteurs n'ayant pas forcément le service du bien commun comme objectif premier. Finalement, loin de remettre en cause la puissance des marchés sur des domaines qui devraient relever de la décision collective, elle transforme la contestation en un nouveau levier de croissance, offrant au capitalisme des opportunités supplémentaires de se redéployer en se présentant comme à l'écoute des impératifs du bien commun.

Les fonds solidaires, « réencastrement » ou adaptation du système financier

Dans cette optique, on peut se demander si les fonds solidaires et la finance à impact s'inscrivent dans un mouvement de « réencastrement » (Polanyi, 1983) de la sphère financière dans la sphère sociale : leur objectif affiché est de réintroduire des préoccupations sociales et environnementales dans les pratiques financières et donc de freiner ou de réguler l'emprise de la logique purement marchande. Cependant, on peut débattre du fait de savoir si ces initiatives relèvent d'une véritable protection sociale ou environnementale, ou si elles constituent surtout une adaptation partielle du système financier, qui ne remet pas en cause ses principes centraux. Pour qu'il y ait réencastrement au sens fort, il faudrait que les exigences de solidarité, de préservation des ressources ou de réduction des inégalités puissent prendre le pas sur la rentabilité et réordonner fondamentalement les priorités d'investissement. Or, ce n'est bien souvent pas le cas et la finance à impact fonctionne avec des cadres qui demeurent largement tributaires des mêmes logiques de marché (mesure de la performance, gestion de portefeuille, évaluation du risque, etc.).

Le double mouvement entre expansion du système financier et inquiétude des épargnants

On pourrait ainsi conclure que la finance dite solidaire ou à impact illustre clairement l'existence d'un « double mouvement » : d'un côté, le secteur financier poursuit sa volonté d'expansion et de rentabilité en s'ouvrant à de nouveaux produits éthiques ou responsables ; de l'autre, la société, inquiète des inégalités ou de la dégradation de l'environnement, cherche à encadrer ou à réorienter la finance. On pourrait signaler que ce deuxième mouvement demeure néanmoins en tension, puisqu'il n'est pas sûr que ces nouveaux produits, tels qu'ils sont conçus et commercialisés, constituent un contre-pouvoir suffisant pour corriger les effets néfastes d'une économie encore largement désencastrée. En somme, les fonds solidaires répondent à une demande de protection ou de réparation, mais ils sont aussi un aménagement du monde financier étendant son champ sur des domaines longtemps régulés par la puissance publique ou par d'autres institutions collectives.

Face à ces constats, l'avenir de la finance à impact dépendra de sa capacité à dépasser ses propres contradictions. Pour éviter qu'elle ne se réduise à une déclinaison marketing de la finance responsable, plusieurs ajustements sont nécessaires. Il s'agit notamment de redéfinir ou de dépasser la notion d'impact et surtout la question de la mesure d'impact qui paraît insoluble. Dépasser une logique purement métrique pour intégrer une approche plus qualitative reviendrait encore une fois à intégrer une critique sans résoudre une contradiction de fond.

La finance à impact et les fonds solidaires ne sont pas condamnés à reproduire les travers de la finance conventionnelle, mais leur évolution actuelle interroge sur leur capacité à être un véritable outil de transformation sociale plutôt qu'un produit d'épargne. La question de l'additionnalité doit également être mieux encadrée afin de s'assurer que les financements à impact ciblent réellement des initiatives qui ne pourraient pas être financées autrement. L'avenir de la finance à impact et des fonds solidaires dépendra de leur capacité à se différencier de la finance responsable classique. Il s'agira d'affirmer un modèle d'investissement qui ne se limite pas à répondre aux exigences des marchés ou à des standards déconnectés des réalités de l'ESS en France, mais qui engage une réflexion plus profonde sur la finalité des capitaux investis et sur le rôle des acteurs publics et privés dans la transition sociale et environnementale.

Démarche de recherche, méthodologies et contextes d'analyse des trois études

L'essor des fonds solidaires en France : les conséquences pour le financement des entreprises solidaires

Le premier article s'intéresse à l'essor des fonds d'investissement solidaires en France, et analyse les transformations qu'ils ont induites dans l'organisation du financement des entreprises solidaires. Dans un contexte marqué par l'émergence de ces fonds à partir des années 2000, favorisée par un cadre réglementaire spécifique et par l'action de l'État, l'article interroge la capacité de ces dispositifs à répondre aux objectifs historiques de la finance solidaire, notamment en matière de soutien direct aux entreprises opératrices de l'économie sociale et solidaire (ESS).

L'analyse mobilise un cadre théorique croisant l'approche institutionnaliste, qui éclaire le rôle de l'État dans l'organisation du marché du financement solidaire, et la critique socio-économique de la financiarisation, qui interroge la place croissante des intermédiaires financiers et des logiques de marché dans le secteur. Cette double perspective permet d'étudier comment l'institutionnalisation progressive de la finance solidaire, par la création d'un cadre réglementaire favorable (agrément ESUS, quotas 90-10, lois successives depuis 2001), a contribué à une évolution des pratiques de financement qui tend à déléguer aux gestionnaires d'actifs privés une partie de la responsabilité de l'allocation des ressources.

Sur le plan empirique, l'article s'appuie sur l'exploitation de données originales issues des bases de l'association FAIR, permettant de reconstituer la structure des fonds solidaires, les flux d'investissements et les chaînes d'intermédiation entre épargnants et entreprises bénéficiaires. Cette approche vise à rendre compte des modalités concrètes de circulation des capitaux dans les fonds « 90-10 », en distinguant les générations de fonds selon leurs stratégies d'investissement directes ou via des fonds professionnels spécialisés (FPS solidaires).

L'objectif est d'évaluer dans quelle mesure ces dispositifs permettent effectivement de financer les entreprises solidaires, en tenant compte des effets d'intermédiation, de dilution du financement et des choix stratégiques des gestionnaires de fonds. L'article s'inscrit ainsi dans une réflexion plus large sur les tensions entre expansion institutionnelle, exigences financières, et préservation des objectifs sociaux de la finance solidaire.

Sélection et reporting extra-financier : une étude de cas sur les pratiques d'une société de gestion d'actifs solidaires

Le deuxième article propose une analyse des arbitrages entre performance financière et création d'impact social et environnemental dans le cadre de la finance solidaire en France, à travers l'étude de deux types de fonds gérés par une même société de gestion d'actifs : un fonds solidaire « 90-10 », combinant une forte exigence de rentabilité avec une stratégie responsable, et un fonds professionnel spécialisé (FPS solidaire), centré sur le financement d'entreprises solidaires non cotées.

Cet article s'inscrit dans une réflexion sur la finance à impact en articulation avec la finance solidaire, en mobilisant un cadre théorique qui croise les travaux sur la financiarisation, la critique de l'évaluation d'impact et les approches récentes de la mesure des performances extra-financières. Il interroge la manière dont les dispositifs d'évaluation, issus des pratiques de la finance institutionnelle, influencent la sélection des entreprises financées, les outils de gestion des risques et la production de données extra-financières.

L'approche méthodologique repose sur une étude de cas qualitative, fondée sur l'analyse approfondie de deux fonds au sein d'une société de gestion française, complétée par une série d'entretiens semi-directifs avec les responsables de la gestion solidaire, les analystes financiers et extra-financiers. L'étude compare les logiques d'investissement, les processus de sélection, ainsi que les pratiques de restitution des impacts dans chacun des fonds.

L'objectif de l'article est d'éclairer les tensions, mais aussi les zones de convergence, entre les approches dites « *finance first* » et « *impact first* » dans le secteur des fonds solidaires, et de mieux comprendre comment ces fonds cherchent à articuler performance financière et production d'impact social ou environnemental, dans un contexte marqué par l'hybridation croissante entre logiques financières et finalités solidaires.

Mesurer la performance financière des fonds solidaires : une analyse économétrique de l'articulation entre contraintes extra-financières et rentabilité

Le troisième article analyse la performance financière des fonds d'investissement solidaires français (« 90-10 »), dans le contexte des débats sur l'articulation entre performance économique et objectifs sociaux. Il s'inscrit dans la continuité des recherches sur l'investissement socialement responsable (ISR) et la finance à impact, en s'intéressant plus

spécifiquement à la manière dont les contraintes solidaires et extra-financières influencent la rentabilité de ces véhicules d'investissement hybrides.

L'article mobilise deux grands cadres théoriques : d'une part, la finance néoclassique, avec la théorie moderne du portefeuille (MPT) et les modèles d'évaluation des actifs financiers (CAPM, Fama-French), qui prédisent une possible sous-performance en cas de restriction de l'univers d'investissement ; d'autre part, la théorie des parties prenantes et les approches fondées sur la responsabilité sociale de l'entreprise (RSE), qui suggèrent que l'intégration de critères sociaux et environnementaux peut renforcer la résilience et améliorer la performance sur le long terme.

L'étude repose sur la construction d'une base de données originale portant sur 49 fonds solidaires français, labellisés Finansol, sur la période 2020-2023. Elle mobilise une approche quantitative par analyse économétrique sur données de panel, avec des modèles à effets aléatoires, afin d'évaluer l'effet de la part solidaire, des frais de gestion et de l'intensité des pratiques ISR (mesurée par un indicateur composite de durabilité) sur la performance financière des fonds.

En examinant l'impact différencié de la composition des portefeuilles, des stratégies ISR et de l'allocation aux actifs solidaires, cet article vise à éclairer les tensions entre objectifs financiers et extra-financiers dans les dispositifs solidaires, et à contribuer au débat plus large sur la capacité des fonds responsables à conjuguer rentabilité et contribution au bien commun.

Cette thèse conclut en présentant une synthèse des travaux effectués et des principales conclusions et résultats obtenus. La conclusion aborde aussi plusieurs limites de cette thèse et présente les perspectives de recherche futures. Enfin la dernière partie propose une série de préconisations pour les professionnels de la finance solidaire et pour le secteur en général.

Chapitre 1 : L'essor des fonds d'investissement dans la finance solidaire en France : Enjeux et limites⁵²

Abstract:

This article explores the success of solidarity-based investment funds in France. Although these funds enable solidarity enterprises to access financing, they raise questions about whether they are in line with the sector's historical objectives. Using data from the FAIR association, the analysis shows two trends: a preference for financing solidarity-based funders and the delegation of asset management to other solidarity-based funds. The result is longer intermediation chain, more complex financial and extra-financial relationships, and diluted solidarity financing.

Keywords: *Solidarity finance, Solidarity-based funds, Social venture capital, Social enterprise*

JEL code: G23, G24.

Résumé:

Cet article explore le succès des fonds d'investissement dans la finance solidaire en France. Bien que ces fonds permettent le financement des entreprises solidaires, ils suscitent des questions sur leur adéquation avec les objectifs historiques de ce secteur. En utilisant des données de l'association FAIR, l'analyse montre deux tendances : une préférence pour le financement des financeurs solidaires et la délégation de gestion d'actifs à d'autres fonds solidaires. Il en découle un allongement de l'intermédiation, une complexification des relations financières et extra-financières ainsi qu'un financement solidaire dilué.

Mots-clés: Finance Solidaire, Fonds d'investissement solidaires, Financeur solidaire, Entreprise solidaire

Code JEL: G23, G24.

⁵² Cet article a été présenté lors des doctorales du 17^{ème} congrès du RIODD le 16/11/2022 (Université Sorbonne Paris Nord), ainsi qu'au XII^{ème} congrès de l'AFEP le 06/07/2023 (Université Paris Cité). Cet article est en processus de révision dans la Revue de la régulation.

1. Introduction

La finance solidaire désigne le financement d'entreprises issues de l'économie sociale et solidaire, permettant ainsi de relier « *les épargnants qui cherchent à donner du sens à leur argent à des entreprises et associations à forte utilité sociale et environnementale, qu'ils financeront via la souscription de produits d'épargne solidaire* » (Site Internet de FAIR - Glossaire, 2022). En France, la finance solidaire émerge dans les années 1980-1990 et a pour objectif de rediriger l'épargne de particuliers vers des entreprises telles que les coopératives, les associations, les fondations ou encore des entreprises commerciales. La plupart de ces entreprises visent différents objectifs : lutter contre le mal-logement, favoriser l'emploi, aider les pays en développement ou encore plus récemment produire une énergie plus verte, ou favoriser une alimentation plus responsable. On distingue généralement deux types d'entreprises solidaires selon leur statut juridique et la nature de leur activité. Il y a, d'une part, les financeurs solidaires, le plus souvent des sociétés par actions, regroupant capital-investisseurs, sociétés d'investissement et pourvoyeurs de crédit, de prêt d'honneur, d'outils de financement divers et de services d'accompagnement, qui utilisent leur passif pour investir dans d'autres entreprises en manque de garanties et de financements ; et d'autre part, les entreprises solidaires - le plus souvent sous forme de coopératives, d'entreprises d'insertion, de sociétés commerciales, d'associations ou de sociétés par actions simplifiées - qui ont une activité solidaire comme la construction de logements sociaux, la lutte contre la dépendance et l'isolement, l'accès à des terres agricoles, la production d'énergie verte : on les nomme, dans cet article, les opérateurs solidaires. Pour financer ces deux types d'entreprises, les épargnants peuvent directement acheter des titres émis par ces entreprises solidaires, ou/et placer leur épargne auprès de banques, gestionnaires d'actifs ou de compagnies d'assurances sur des supports comme des livrets bancaires, des contrats d'assurance vie, ou dans des « fonds solidaires », c'est-à-dire des organismes de placements collectifs de valeurs mobilières (OPCVM) solidaires ou des fonds d'épargne salariale (fonds commun de placement d'entreprise - FCPE) solidaires qui redirigeront ensuite une partie de l'épargne vers ces entreprises solidaires. Ces deux derniers sont appelés de façon courante « fonds solidaires ». Ces fonds solidaires ont la particularité d'avoir une part de leur investissement dirigée vers ces entreprises solidaires, cette part représentant entre 5 % et 10 % de l'encours, d'où leur surnom de fonds « 90-10 ».

On observe dès la fin des années 1990 et le début des années 2000, un essor de ces fonds solidaires en termes de nombre et d'actifs sous gestion. Ces fonds sont créés et gérés par les principaux acteurs de la finance conventionnelle : Natixis/Mirova, Amundi, BNP Paribas... Cette expansion peut s'expliquer par un cadre réglementaire favorable à ces fonds, dans le but de pallier le manque de financement des entreprises solidaires. A partir des années 2010, les actifs sous gestion augmentent fortement (2,2 milliards d'euros d'encours en 2011, 17 milliards en 2021), et de nouveaux types de fonds solidaires apparaissent, comme les fonds professionnels spécialisés, les « FPS solidaires », réservés aux professionnels servant aux fonds « 90-10 » à déléguer la gestion de leur part solidaire.

La faible importance de ces fonds en termes d'encours avant 2010 explique peut-être qu'ils soient un point aveugle de la recherche scientifique. Cet article vise à combler cette lacune en étudiant dans quelle mesure l'essor des fonds solidaires est favorable aux entreprises qu'ils sont censés financer. Plus particulièrement, il présente dans un premier temps les fonds solidaires en France et les nouveaux enjeux qu'ils soulèvent, puis met en lumière, via l'utilisation des données fournies par l'association FAIR, les effets sur les investissements allant aux entreprises solidaires bénéficiaires. Nos résultats révèlent que les fonds solidaires favorisent majoritairement les financeurs solidaires et la délégation de leur poche solidaire à d'autres fonds. En prenant en compte les « encours doubles » causés par ces nouvelles stratégies, il met également en exergue une baisse du stock d'investissement solidaire (le ratio 10 % n'étant plus une référence fiable).

La deuxième section propose un cadre théorique pour analyser l'essor des fonds solidaires. La troisième section présente les stratégies des fonds solidaires et les enjeux qu'elles soulèvent. Puis, la quatrième section présente les résultats de l'analyse. Enfin la dernière section propose une discussion conclusive en mettant en avant les limites de ces nouveaux acteurs ainsi que des recommandations.

2. Cadrage théorique : Institutionnalisation et financiarisation

La littérature sur la finance solidaire se focalise principalement sur les opérateurs ou les financeurs solidaires, que ce soit en sciences de gestion (Château-Terrisse, 2013, p. 192; Château-Terrisse & Dubocage, 2022, p. 37), en économie (Artis & Cornée, 2016) ou en sociologie (Vasconcelos, 2018, pp. 233, 262, 351). Certaines études portent sur la finance solidaire comme moyen de lutte contre le chômage et contre l'exclusion (Servet, 1999; Vallat,

1999). D'autres considèrent la finance solidaire comme une résistance au marché, elle serait à l'origine un ensemble de relations impliquant l'épargne des personnes physiques ou le bénévolat et se détachant du pouvoir de l'Etat (Taupin & Glémain, 2007a, p. 152, 2007b, p. 632). Les travaux de Artis (2011, pp. 13, 113, 2013, p. 66) décrivent la finance solidaire comme une manière de combler l'insuffisance et la sélectivité du financement traditionnel, notamment l'octroi de crédit bancaire. Finalement, il existe peu d'articles s'intéressant aux fonds d'investissement solidaires (Vasconcelos, 2018, pp. 41–43). Cette étude est donc la première portant sur les enjeux et les limites des fonds d'investissement dans la finance solidaire.

D'un point de vue théorique, notre analyse s'inscrit, d'une part, dans un courant institutionnaliste, qui donne à voir les pouvoirs publics comme acteur central des enjeux, et d'autre part, dans le courant socio-économique traitant de la financiarisation. Nous interrogeons ici les effets de l'institutionnalisation de la finance solidaire par l'Etat, notamment dans sa façon de favoriser l'émergence et le développement des fonds solidaires. Un lien est fait entre cette institutionnalisation et le mouvement de financiarisation que connaissent nos économies. Cette financiarisation se matérialise dans notre cas, par une multiplication des intermédiaires financiers, des relations financières et extra-financières, ainsi que par une dilution de l'investissement réellement solidaire.

2.1 Changement institutionnel

L'Economie Sociale et Solidaire et la finance solidaire ont traversé depuis plusieurs décennies des cycles d'institutionnalisation, d'innovations législatives et d'extension de leur champ. Comme le rappelle Duverger (Duverger, 2023, p. 17), l'économie sociale a connu un renouveau dans les années 1970, dans un contexte marqué par le néolibéralisme et le désengagement de l'Etat dans le financement de l'économie. L'économie sociale englobe alors (Defourny & Nyssens, 2017, p. 39; Laville, 2016, pp. 138, 148) les associations, coopératives et mutuelles (Duverger, 2014, p. 31), tandis qu'une autre tendance, l'économie solidaire a émergé dans les années 1980. Celle-ci, moins portée sur les statuts des entreprises, désigne un éventail d'entreprises qui luttent contre le mal logement, aident les entrepreneurs ou développent le capital-risque régional. L'Etat reconnaît peu à peu l'ESS et ce secteur s'institutionnalise, mais comme le souligne Chabanet et Richez-Battesti (2021, p. 102), cette institutionnalisation « semble répondre à des cycles ». Nous pouvons en distinguer au moins deux : la période 2001-2014 puis de 2014 à aujourd'hui.

Entre 2001 et 2008, l'Etat a créé le premier agrément « entreprise solidaire », a introduit la possibilité de proposer des fonds d'investissement solidaire dans l'épargne salariale (et défini son principe « 90-10 »), puis a rendu obligatoire cette offre dans l'épargne retraite et salariale⁵³. Ainsi, durant cette période, la dynamique de création et d'offre de fonds se renforce. Ces différentes lois ont permis la création d'une dynamique permettant aux gestionnaires d'actifs de perfectionner leurs techniques de gestion et d'augmenter l'offre de fonds solidaires, c'est durant cette période qu'émergent les premiers fonds spécialisés solidaires. Nous pouvons voir cette dynamique d'incitation publique comme l'emprunt d'un sentier (Pierson, 1993, p. 606) particulier, et le début d'une politique publique nouvelle incitant les épargnants et les entreprises à suivre cette logique.

Ce sentier prend une autre allure lorsque l'Etat élargit le périmètre de l'ESS à l'entrepreneuriat social et plus particulièrement aux « entreprises commerciales de l'ESS », ces dernières pouvant bénéficier aussi de l'agrément solidaire autrefois réservé à des entreprises aux statuts de l'économie sociale. L'agrément subit un double élargissement : certaines entreprises commerciales peuvent désormais l'obtenir, et les entreprises d'insertion et certains organismes de financement en bénéficient de plein droit, élargissant ainsi l'univers d'investissement des fonds solidaires et les faisant profiter d'entreprises solidaires économiquement viables, et possiblement plus rentables. La loi de 2014 marque une bifurcation mais aussi la continuation d'un sentier (Arthur, 1989; Pierson, 1993) déjà emprunté en 2001. Elle représente certes une reconnaissance de l'ESS, mais s'accompagne d'une « accélération de la mise sur le marché des organisations de l'ESS » (Chabanet & Richez-Battesti, 2021, p. 103). Cette loi place l'Etat plutôt comme organisateur des flux de financements (les déléguant à l'épargne et à la gestion privée) vers le solidaire que financeur d'initiatives solidaires. Cette tendance se poursuit jusque récemment avec la loi PACTE et l'inclusion de l'offre solidaire dans l'assurance vie⁵⁴.

L'institutionnalisation de l'économie et de la finance solidaire a joué un rôle dans la démocratisation des fonds solidaires et provoque un attrait grandissant des gestionnaires d'actifs pour ce nouveau marché et a placé le développement de certaines entreprises solidaires sur un sentier dont il est aujourd'hui difficile de sortir (Arthur, 1989).

⁵³ Sont évoquées ici les lois dites « Fabius » du 19 février 2001 sur l'épargne salariale introduisant la possibilité de fonds solidaires dans l'épargne salariale, « Fillon » du 21 août 2003 et « LME » du 4 août 2008 qui étendent l'obligation de proposer un fonds solidaire dans l'offre d'épargne salariale.

⁵⁴ La loi PACTE oblige depuis 2022 de proposer dans les contrats d'assurance vie multi-supports une Unité de Compte solidaire (c'est-à-dire un fonds « 90-10 » solidaire).

2.2 Evolution de la finance solidaire : vers une financiarisation

Nos économies modernes ont connu un tournant néolibéral depuis la fin des années 1970 (Duménil & Lévy, 2001), pouvant se concrétiser, entre autres, par l'expansion des profits générés par des canaux financiers et la place de plus en plus importante des activités financières dans la production (Krippner, 2005). De même, l'expansion des fonds solidaires et la captation des financements des entreprises solidaires par des gestionnaires d'actifs peut être considérée comme une forme de financiarisation de ce secteur... Dans cet article, la financiarisation sera abordée d'un point de vue « micro », c'est-à-dire au niveau du fonctionnement des fonds d'investissement, et de leur financement de l'économie solidaire. Il vise à mettre en exergue un allongement de la chaîne d'intermédiation à travers la multiplication des fonds et ses effets.

L'émergence de nouvelles pratiques financières (telles que la finance verte, la finance responsable ou la finance à impact), qui s'efforcent de résoudre les problèmes socio-environnementaux tout en poursuivant des objectifs financiers, représente un changement institutionnel significatif. Comme le soulignent Chiapello et Knoll (2020), ces pratiques sont portées par les acteurs institutionnels ainsi que par les organisations publiques tirant de plus en plus parti des mécanismes de financement privés pour le financement des politiques sociales. De plus, la financiarisation comme « captation de ressource par l'expansion des marchés financiers, l'augmentation de la variété des opérateurs financiers et une apparition d'une industrie des services associée aux activités financières » (Chiapello, 2015, p. 15) donne à voir ce phénomène comme une « colonisation » des pratiques financières, par des techniques et méthodes de calcul « financiarisées », dans des secteurs qui ne les connaissaient pas auparavant. Comme l'affirment Davis et Kim (2015), les marchés et la financiarisation sapent les institutions et les façonnent. La place grandissante des acteurs financiers, le changement opéré dans les politiques publiques et les institutions (Chiapello, 2017), et la transformation des organisations associatives et publiques (symbolisé parfois par le New Public Management) (Chiapello & Knoll, 2020; Gardin et al., 2017), ont créé les conditions favorables à l'émergence d'une financiarisation du financement des entreprises sociales et solidaires. Cette situation est toute particulière en France, l'écosystème financier français étant prédisposé grâce à la naissance et à la pratique précoce de l'utilisation de fonds solidaires.

3. Nouvelle stratégie des gestionnaires d'actifs solidaires et nouveaux enjeux

3.1 La seconde génération de fonds solidaires

En analysant attentivement la composition des fonds solidaires, il est possible d'en caractériser plusieurs types en fonction de la stratégie qu'adopte le gestionnaire d'actifs pour composer la partie solidaire du fonds « 90-10 ». La construction de ces faits stylisés ne s'est faite ici que par la composition de la poche solidaire, d'autres critères, comme la taille des acteurs n'ont pas été considérés.

Tout d'abord, les fonds « 90-10 » sont composés de deux « poches ». La poche dénommée « 90 » représente entre 90 % et 95 % de l'actif du fonds, elle est constituée d'actions et obligations cotées, produits monétaires... La poche « 10 » est la poche de titres non cotés représentant entre 5 % et 10 % de l'actif du fonds. Elle est constituée de divers actifs émis par des entreprises solidaires ou d'un fonds lui-même constitué d'actifs solidaires. La structure de la poche solidaire définit les interconnexions existantes entre les fonds, ainsi que la longueur de la chaîne d'intermédiation financière entre l'épargne et l'entreprise solidaire.

Nous distinguons deux types de fonds « 90-10 ». Les fonds de première génération sont ceux dont la poche solidaire est investie directement et uniquement dans les entreprises solidaires, achetant donc des titres émis par des entreprises solidaires. On dit généralement que ces fonds investissent « en direct » (voir Tableau 2) ; la poche solidaire est constituée d'actifs de quelques entreprises solidaires et de financeurs solidaires. La deuxième génération de fonds est celle qui adopte une méthode consistant en l'achat de FPS solidaires. Ces derniers ont plusieurs avantages notables : ils sont bien plus diversifiés, au regard du nombre d'entreprises financées et des outils de financement mobilisés ; ils permettent de déléguer l'achat de titres solidaires à une équipe dédiée et spécialisée, et le FPS permet *une communication facilitée et l'agrégation [...] des résultats des entreprises est plus simple et compréhensible* (Devin, 2022, p. 27). Certains fonds solidaires optent pour une stratégie « mixte », en achetant directement des titres d'entreprises solidaires tout en achetant les parts d'un FPS solidaire.

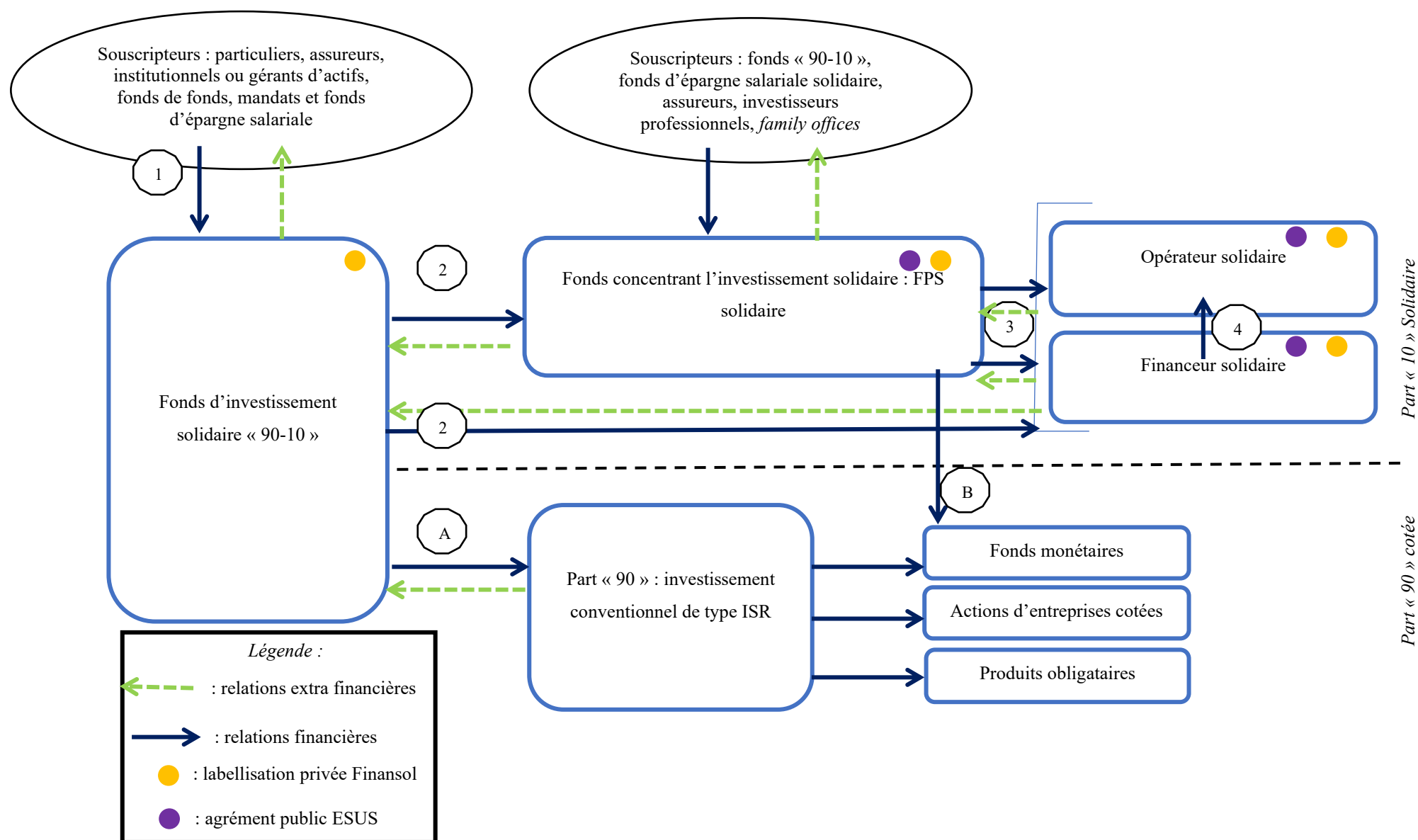
3.2 Allongement de la chaîne d'intermédiation et complexification des relations financières et extra-financières

La multiplication des acteurs, induite par l'existence des FPS solidaires ainsi que par le rôle central des financeurs solidaires, amène à une complexification et à une multiplication des relations financières et extra-financières dans la finance solidaire (voir Figure 1).

Le financement des entreprises et financeurs solidaires via des fonds « 90-10 » implique plusieurs acteurs. La chaîne d'intermédiation commence avec les épargnants français, principalement dans le cadre de l'épargne salariale. Pour que l'épargnant puisse s'assurer que le capital soit effectivement redirigé vers des entreprises solidaires, le label Finansol – délivré par l'association FAIR – joue un rôle important.

Le fonds « 90-10 » utilise le capital confié par les souscripteurs (flux 1 de la Figure 1) pour constituer sa part « 90 » (flux A de la Figure 1). Concernant la part « 10 » (flux n°2 de la Figure 1), le capital est utilisé soit pour investir dans des entreprises solidaires, soit dans un FPS solidaire, soit dans les deux (flux n°2, voir Figure 1). Puis le FPS solidaire investit dans des financeurs et opérateurs solidaires (flux n°3 de la Figure 1). Le FPS investit également dans des fonds monétaires (flux B de la Figure 1) pour pallier le manque de liquidité des actifs d'entreprises solidaires et ainsi permettre aux fonds « 90-10 » d'acheter et de vendre les parts du FPS facilement. Enfin, les financeurs solidaires investissent dans des entreprises solidaires (flux n°4 de la Figure 1) et également dans d'autres entreprises : associations, coopératives, entreprises individuelles... spécialisées dans l'accès au logement, l'action sanitaire et sociale, l'alimentation durable...

Figure 1 : Circulation du capital et de l'information extra-financière entre l'épargnant et l'entreprise solidaire – inspirée de Bourgeron (2020)



De plus, les financeurs et opérateurs solidaires fournissent des informations extra-financières, ou « données d'impact », sur leurs activités : logements construits, emplois créés, personnes réinsérées, nombre de prêts accordés... Ces flux d'informations sont représentés en pointillés dans la Figure 1 : ces données sont directement transmises aux fonds « 90-10 », ou aux FPS solidaires puis agrégées pour que les fonds puissent les communiquer auprès de leurs souscripteurs. Ce flux d'informations extra-financières est caractéristique de la finance solidaire.

La Figure 1 montre que l'épargne peut transiter par plusieurs acteurs avant d'arriver aux entreprises, en passant par les fonds « 90-10 », les FPS, et les financeurs. Il est même possible que les fonds « 90-10 » soient achetés par d'autres fonds « 90-10 » ou par une assurance vie, venant ainsi augmenter le nombre d'intermédiaires. Il en va de même pour les informations extra-financières, transitant par plusieurs intermédiaires avant d'arriver à l'épargnant.

La partie suivante met en lumière l'utilisation accrue de cette intermédiation via les FPS et financeurs solidaires.

4. Résultats – Analyse de la composition des fonds et des investissements réalisés

4.1 Présentation des données : les données originales de l'association FAIR

L'étude des fonds d'investissement solidaires repose sur des données originales issues de l'association FAIR. L'association FAIR rassemble une centaine de banques, compagnies d'assurances, gestionnaires d'actifs, financeurs et entreprises solidaires. Chaque année, FAIR organise une collecte de données auprès de ses membres en envoyant des questionnaires adaptés. Ces questionnaires concernent les produits d'épargne solidaire proposés par les membres et disposant du label « Finansol » (attribué par FAIR), ils portent par exemple sur l'encours du produit, les investissements réalisés grâce à l'épargne, le stock d'investissement solidaire, le flux d'investissement solidaire.

Les membres de FAIR proposent des produits d'épargne solidaire ouverts au public : fonds «90-10», contrats d'assurances vie, livrets bancaires ou titres d'entreprises solidaires. Grâce à cela, FAIR produit des publications faisant un état des lieux de la finance solidaire, comme le Baromètre et le Zoom sur la finance solidaire (FAIR, 2021b; La Croix & FAIR, 2022).

Il en découle une grande richesse de données exhaustives sur la composition des fonds d'investissement solidaires, la liste des financements des financeurs solidaires, les activités des opérateurs solidaires et sur les conditions de financement accordées.

Grâce à l'exploitation des bases de données issues des collectes annuelles et des données historiques stockées par l'association entre le début des années 2000 et 2021, la partie suivante expose une évolution historique des fonds d'investissement solidaires. Le Tableau 1 recoupe les données historiques collectées par l'association FAIR. La construction de notre échantillon de fonds solidaires s'est faite grâce aux données très détaillées de 2021, cet échantillon de 67 fonds a permis de construire les tableaux 2 et 3. Enfin, pour le Tableau 4, nous analysons les 5 FPS solidaires sur lesquels FAIR dispose de données à fin 2021.

4.2 L'essor historique des fonds d'investissement solidaires

L'étude des données historiques révèle l'essor important des fonds « 90-10 » depuis le début des années 2000. Ces données permettent de faire le lien entre l'évolution du cadre législatif français et son effet réel sur la création des fonds « 90-10 ». Elles renseignent aussi sur les principaux acteurs de la gestion d'actifs solidaires ainsi que sur les montants réellement investis dans les entreprises solidaires.

Le Tableau 1, ci-dessous, montre l'évolution des fonds solidaires entre 2000 et 2021. On constate que le nombre de fonds solidaires reste limité, en partie parce que les gestionnaires sont encore peu nombreux. De plus, la gestion de fonds solidaires peut être moins attrayante pour un gestionnaire d'actifs (manque de performance des actifs solidaires, équipes dédiées au sein de la société de gestion...). Nous remarquons que ce sont des acteurs majeurs de la finance et de la gestion d'actifs traditionnelle en France qui ont investi le domaine de la finance solidaire : Natixis/Mirova, Amundi, BNPP AM ; ces trois acteurs disposent de plus de 60 % de parts de marché dans la gestion d'actifs solidaires (FAIR, 2022, p. 18), en plus de gérer près de 70 % de l'épargne salariale en France en 2020 (AFG, 2022).

Depuis 2005, où l'encours atteignait 470 millions d'euros, les fonds solidaires ont connu une forte croissance, notamment grâce aux lois Fabius, Fillon et LME. Entre 2011 et 2015, les encours des fonds ainsi que leurs investissements solidaires ont triplé (voir Tableau 1), possiblement grâce à l'élargissement de l'agrément ESUS et au développement de l'ESS et de l'épargne salariale en France. Cette tendance s'est poursuivie jusqu'en 2021, avec une multiplication par trois des encours entre 2015 et 2021.

Tableau 1: Evolution historique du nombre de fonds, de gestionnaires d'actifs ainsi que de l'actif sous gestion et du stock d'investissement en direction d'entreprises solidaires

Années	2005	2008	2011	2015	2019	2021
Estimation du nombre de fonds solidaires	15	60	110	135	150	170
Estimation nombre de gestionnaires d'actifs gérant des fonds solidaires	8	10	14	17	20	25
Encours des fonds solidaires (en millions d'€)	470	889	2 216	6 132	11 713	17 300
Stock des investissements solidaires des fonds (en millions d'€)	26	40*	160	400*	730	1 000
Part de l'épargne solidaire dans l'épargne des Français	0,04 %*	0,07 %	0,10 %	0,19 %	0,29 %	0,41 %

*estimation source : traitement des données de FAIR par l'auteur (ici les produits de type assurance vie ne sont pas comptabilisés)

Cependant, l'évolution de la finance solidaire en matière de nombre de fonds ou d'encours masque des disparités entre les entreprises solidaires qui reçoivent effectivement les financements. Il est donc nécessaire d'analyser les stratégies et les compositions des poches solidaires pour comprendre pleinement cet essor.

4.3 L'évolution de la composition des fonds d'investissement solidaires : la prépondérance des financeurs solidaires et des FPS solidaires

Cette partie vise à montrer, que la majorité des fonds solidaires préfèrent déléguer la gestion de leur poche solidaire à des FPS solidaires, et que, les investissements en direct des fonds « 90-10 », se font majoritairement en direction de financeurs solidaires. Pour cela, nous allons décomposer la part solidaire « 10 » des fonds « 90-10 » de notre échantillon, en séparant les fonds de première génération (investissement en direct) des fonds de seconde génération (investissement via des FPS solidaires).

Tableau 2: Actifs sous gestion et investissement solidaire par catégorie de fonds solidaire

Données \ Catégories de fonds 90-10	Première génération – fonds « 90-10 » investissant en direct uniquement	Fonds « 90-10 » investissant dans d'autres fonds « 90-10 »	Seconde génération – poche solidaire investie dans FPS solidaire uniquement	Seconde génération – méthode mixte
Nombre de fonds parmi l'échantillon	38	8	12	9
Encours sous gestion	4 186	873	1 314	6 704
Investissement solidaire vers des entreprises solidaires	208	0	0	120
Investissement solidaire via des fonds solidaires type FPS	0	0	99	239
Investissement dans d'autres fonds "90-10"	0	871	0	55

Source : traitement des données de FAIR par l'auteur – données au 31/12/2021, en millions d'euros

En 2021, sur les 67 fonds « 90-10 » de notre échantillon, 38 fonds optent pour la méthode de l'investissement direct. Nous avons également 8 fonds, dans cet échantillon, qui se contentent simplement d'acheter des parts d'autres fonds « 90-10 », ne réalisant aucun investissement solidaire (ces fonds ne sont rattachés à aucune des deux générations). Concernant les fonds de deuxième génération, optant pour une stratégie « mixte », ils représentent 9 fonds de notre échantillon, et les fonds investissant uniquement dans un FPS, 12 fonds.

Les fonds de première génération optant pour un investissement direct représentent 4,2 milliards d'euros d'encours et un stock d'environ 208 millions d'euros d'investissement vers des entreprises solidaires. Ces investissements sont répartis comme suit (voir Tableau 3) : 127 millions d'euros (soit 61 % de l'investissement direct) en actions émises par des financeurs solidaires (France Active par exemple). Il y a également 44 millions d'euros (soit 21 %) en actions d'opérateurs solidaires, principalement de foncières solidaires spécialisées dans la lutte contre le mal-logement. Ensuite, nous avons 38 millions d'euros (soit 18 %) en outils de dette à destination d'entreprises solidaires (voir Tableau 3).

Les fonds de seconde génération, optant pour un investissement dans un FPS solidaire uniquement représentent 99 millions d'euros d'investissement solidaire vers les FPS solidaires pour 1,3 milliard d'euros d'actifs sous gestion. Les fonds de seconde génération optant pour une stratégie « mixte » investissent un total de 120 millions d'euros dans des entreprises solidaires (voir Tableau 3) : 94 millions d'euros (soit 78 % de l'investissement direct) en actions de financeurs solidaires, 3 millions d'euros (soit 2 %) en actions d'opérateurs solidaires et

23 millions d’euros (soit 19 %) en dette vers des financeurs et opérateurs solidaires. Le reste, soit 239 millions d’euros d’investissement solidaires, vont vers les FPS solidaires et 55 millions vers d’autres fonds « 90-10 ».

Tableau 3: Composition de la poche solidaire des différents types de fonds « 90-10 »

Catégories de fonds 90-10 Cibles des financements et instruments utilisés	Première génération – fonds « 90-10 » investissant en direct uniquement	Seconde génération – poche solidaire investie dans FPS solidaire uniquement	Fonds « 90-10 » utilisant une méthode mixte
Investissement en actions vers financeurs solidaires	127 (61 %)	X	94 (78 %)
Investissement en actions vers des opérateurs solidaires	44 (21 %)	X	3 (2 %)
Financement en dette, trésorerie, prêt...	38 (18 %)	X	23 (19 %)

Source : traitement des données de FAIR par l’auteur- Données au 31/12/2021, en millions d’euros

Le Tableau 4 donne une idée de la composition des FPS solidaires dans lesquels investissent les fonds de seconde génération. Les FPS solidaires sont composés en majorité (32 % de l’actif) d’actifs liquides non solidaires, assurant aux fonds « 90-10 » la possibilité de désinvestir. Nous constatons qu’il n’y a pas ici de prépondérance du financement en action de financeurs solidaires, les FPS solidaires financent à hauteur de 247 millions d’euros des opérateurs solidaires (soit 26 % de l’actif). Enfin, les FPS solidaires sont composés de produits de dette pour un montant de 228 millions d’euros (soit 24 %) et d’actions de financeurs solidaires pour 170 millions d’euros (soit 18 %).

Tableau 4: Composition des FPS solidaires par types d'actifs

Echantillon de 5 FPS solidaires Cibles des financements et instruments utilisés	Composition des FPS solidaires
Investissement en actions vers financeurs solidaires	170 (18 %)
Investissement en actions vers des opérateurs solidaires	247 (26 %)
Financement en dette, trésorerie, prêt...	228(24 %)
Actifs liquides (fonds monétaires et autres)	300 (32 %)

Source : traitement des données de FAIR par l’auteur/ Données au 31/12/2021 en millions d’euros

Le constat est le suivant, les fonds « 90-10 » optant pour la méthode de l’investissement direct, privilégient largement l’achat d’actions d’entreprises solidaires (à 82 %), et particulièrement

l'achat d'action de financeurs solidaires (61 %), et délaissent les produits de dette et les opérateurs solidaires. Cette tendance est encore plus forte si nous regardons les investissements directs faits par les fonds « 90-10 » utilisant la méthode « mixte ». Pour eux, l'investissement dans les financeurs solidaires représente 78 % de leurs investissements directs (Tableau 3). En clair, les fonds « 90-10 », investissent en action de financeurs solidaires quand ils font le choix de détenir des titres d'entreprises solidaires. De plus, cela signifie que les acteurs délèguent une partie du risque, car c'est le financeur ou le FPS qui, dans un second temps, réalise l'investissement. Enfin, cela signifie que les entreprises, bénéficiaires d'investissements au bout de la chaîne d'intermédiation, ont plus de chance de recevoir du capital qui a été plusieurs fois intermédié auparavant : le capital a transité par un FPS, par un financeur solidaire ou les deux.

Pour conclure, l'analyse de notre échantillon montre que, ni l'encours des fonds d'investissement, ni le montant de leur part solidaire, n'informent correctement sur les montants de financement effectivement reçus par les entreprises solidaires. Premièrement, quand les fonds « 90-10 » font le choix d'investir directement dans des entreprises solidaires, les fonds préfèrent les financeurs solidaires : ces derniers représentent 61 % des investissements directs pour les fonds de première génération et 78 % des investissements directs des fonds « 90-10 » de seconde génération utilisant une méthode mixte. Les financeurs solidaires jouent le rôle d'intermédiaires supplémentaires entre l'épargne et les projets financés. Ce sont ceux qui vont porter le risque en premier ressort puisque ce sont eux qui vont financer des projets plus risqués. Deuxièmement, en matière d'encours, ce sont les fonds investissant dans des FPS solidaires qui sont prépondérants dans cet échantillon. Les fonds « 90-10 » ont donc tendance à minimiser le risque soit en détenant des actions de financeurs solidaires, soit en détenant des FPS solidaires plus diversifiés et plus liquides.

4.4 L'essor des fonds solidaires est-il favorable à l'investissement solidaire ?

Selon la stratégie adoptée par le gestionnaire d'actifs dans sa conception des fonds solidaires, ces derniers investissent dans des entreprises solidaires et/ou dans des FPS, ou dans d'autres fonds « 90-10 » (voir Tableau 2). Ce constat soulève un enjeu de comptabilisation de l'investissement solidaire réel : il est important de ne pas assimiler les poches « 10 » à de l'investissement solidaire. Par exemple, si un fonds « 90-10 » a une poche solidaire investie dans un FPS solidaire à hauteur de 20 millions d'euros, mais que ce dernier est composé de 30 % de fonds monétaires, alors on surestime l'investissement solidaire réel. Notre objectif, pour trouver l'investissement réel, est de retrancher tous les encours des parts « 10 » des fonds solidaires qui ne seraient pas de l'investissement en direction d'entreprises solidaires, d'y

ajouter l'investissement des FPS solidaires, sans compter leurs parts d'actifs monétaires. En clair, ne compter que les investissements solidaires directs des fonds « 90-10 » et des FPS solidaires (voir Annexe).

Dans notre échantillon, le montant non retraité des investissements solidaires est de 1,6 milliard d'euros, équivalant aux poches « 10 » de tous les fonds de notre échantillon. A cela s'ajoutent les 900 millions d'encours des FPS solidaires, auxquels sont retranchés les 300 millions d'actifs monétaires (voir Tableau 4). Cela nous donne 2,2 milliards d'euros d'investissement solidaires. Pour arriver jusqu'à l'investissement réel, il suffit de retrancher maintenant le montant des financements allant de fonds « 90-10 » à fonds « 90-10 » et les financements allant de fonds « 90-10 » à FPS solidaires, nous obtenons un investissement réel de près d'1 milliard d'euros.

Il faut donc soustraire près d'1,2 milliard, soit 55 % des 2,2 milliards d'euros pour obtenir le véritable montant de ce qui va directement aux entreprises solidaires. Ainsi le stock d'investissement réel en direction des entreprises et financeurs solidaires, c'est-à-dire la somme des investissements directs des fonds « 90-10 » de notre échantillon et des FPS solidaires, représente 1 milliard d'euros en 2021.

Pour conclure, les fonds solidaires de notre échantillon délèguent majoritairement leur gestion solidaire (soit à d'autres fonds « 90-10 » soit à des FPS solidaires). Pour cette raison, le stock d'investissement de la part « 10 » n'est pas un bon indicateur de l'investissement. En effet, sans la composition des FPS solidaires auxquels les fonds « 90-10 » délèguent une part de leur gestion solidaire, il est impossible de trouver l'investissement réel. Ainsi, l'évolution de l'actif sous gestion des fonds solidaires laisse à penser que l'investissement solidaire augmente mécaniquement dans la même mesure, ce qui n'est pas forcément le cas. La multiplication des fonds et la délégation croissante engendre une mauvaise comptabilisation : il est primordial de retirer les encours « doublons ». Au plus le nombre d'intermédiaires augmente, au plus le retraitement sera nécessaire et l'investissement réel possiblement moindre.

Discussion conclusive : enjeux et limites des fonds solidaires

L'analyse du fonctionnement des fonds solidaires révèle qu'il existe plusieurs types de fonds, selon la composition de leur poche solidaire. D'une part, notre échantillon montre que les fonds solidaires investissant en direct font le choix des financeurs solidaires. D'autre part, les fonds faisant le choix des FPS solidaires ou d'une méthode mixte sont prépondérants en matière d'encours et d'investissements solidaires. Les fonds solidaires optant pour une méthode

mixte font également le choix des financeurs solidaires pour leurs investissements directs. La composition de la part « 10 » des fonds solidaires augmente ou non le degré d'intermédiation pour les bénéficiaires en bout de chaîne : en clair, le capital transite par de plus en plus d'acteurs avant d'arriver au bénéficiaire final. Il en découle une complexification des relations financières et extra-financières.

Cet allongement de la chaîne d'intermédiation dans la finance solidaire nous force à nous détacher de l'encours des fonds d'investissement solidaires ou du montant des parts « 10 » comme indicateur du financement des entreprises solidaires. Un traitement minutieux est nécessaire. Le retraitement passe par la comptabilisation des investissements des FPS solidaires des investissements directs des fonds « 90-10 » et de la soustraction des investissements entre les fonds d'investissement solidaires. De là, il est possible de soustraire jusqu'à 55 % du montant total d'investissement, faisant passer le stock d'investissement de 2,2 milliards d'euros à environ 1 milliard d'euros.

Cet article met également en exergue trois limites de l'essor de ces fonds dans la finance solidaire.

D'abord, une multiplication des acteurs dans la chaîne d'intermédiation implique de plus en plus de frais de gestion et d'exigences financières. Ces effets néfastes peuvent être subis par les acteurs en bout de chaîne, c'est-à-dire les épargnants, pour qui l'épargne peut avoir un rendement moins élevé et les entreprises bénéficiaires pour qui le financement peut être plus cher ou moindre.

De plus, les opérateurs solidaires pâtiennent des stratégies des fonds « 90-10 ». Soit ces fonds investissent en direct, et dans ce cas leur choix se porte sur les financeurs solidaires et non les opérateurs solidaires, soit ils passent par l'intermédiaire des FPS solidaires et dans ce cas le financement des opérateurs solidaires est plus intermédié. Ainsi, les opérateurs solidaires sont beaucoup moins financés.

Ensuite, concernant l'aspect extra-financier, l'augmentation de l'intermédiation et la multiplication des relations extra-financières « en cascade » donnent de plus en plus d'importance à la nature des données qui sont échangées. Le fonds dans lequel l'épargnant place son épargne est de plus en plus éloigné des entreprises solidaires qu'il est censé soutenir. Les données extra-financières créées par les entreprises solidaires bénéficiaires doivent être précises, compréhensibles, agrégeables pour pouvoir transiter jusqu'à l'épargnant. Ainsi,

l'entreprise solidaire doit fournir des données extra financières simples sur son activité, au risque que ces données ne soient pas représentatives de son activité sociale/solidaire.

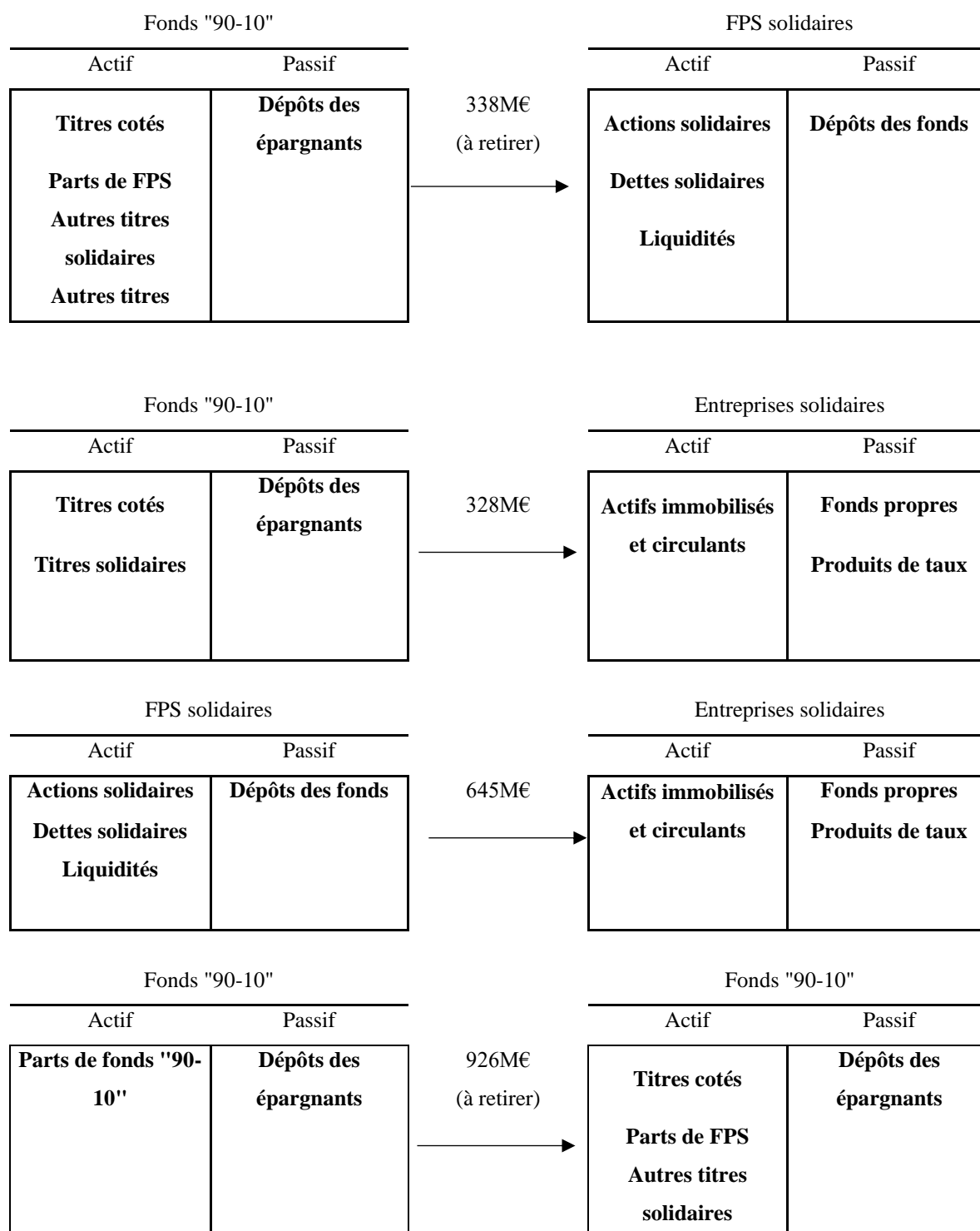
Enfin, nous pouvons questionner la légitimité du processus consistant à évaluer, grâce à de l'information extra-financière, les activités des entreprises solidaires. Les activités des entreprises solidaires se portent mal à l'évaluation (Kleszczowski, 2020, p. §96-97, §124) et à la quantification, puisque, bien souvent, le but recherché par ces entreprises est plutôt commun (Gui, 1991, p. 554) ou public : leurs effets à long terme ne sont pas forcément visibles ni réductibles à des indicateurs. C'est le cas des activités comme l'éducation, la santé, l'emploi, l'accès à l'énergie, l'alimentation... Des secteurs également ou autrefois dévolus à l'Etat, et pour lesquels les logiques de *New Public Management* ont déjà été étudiées (Chiapello, 2017, p. 27; Chiapello & Knoll, 2020, p. 18). Comme le note les travaux de Chiapello (ibid.) ou de Jany-Catrice, l'introduction de dispositifs d'évaluations est en droite ligne avec les logiques financières et managériales : « *les dispositifs d'évaluation mis en place dans ce champ [l'ESS, ndlr] sont en rapport étroit avec le mouvement d'extension de la logique managériale que l'on observe dans l'ensemble des sphères de l'économie* » (Gardin et al., 2017, p. 392). Le besoin de « preuves » (de la bonne utilisation du capital) se cachant derrière les données extra-financières et prenant la forme de *reporting* de résultats ou des données d'impacts est particulier. Celles-ci cachent une neutralité qui ne l'est pas : le choix de mesurer la preuve ainsi que les méthodes qui sont liées sont questionnables et intègrent des conventions non discutées. L'effet de rétroaction induit par la demande de reporting de données extra-financières est possible. Les entreprises solidaires peuvent subir des contraintes de reporting, lequel pourrait conduire les entreprises solidaires à diriger leur activité selon les données extra-financières demandées par les financeurs.

Ces implications causées par les limites du fonctionnement actuel des fonds solidaires nécessitent une modification en profondeur si l'objectif de la finance solidaire est de financer l'économie sociale et solidaire dans sa diversité et sans effets secondaires pour les entreprises qui la composent. L'objectif de la finance solidaire étant de permettre aux épargnants de financer des entreprises aux effets positifs, il est nécessaire de se poser la question sur la part de l'épargne allant réellement aux entreprises solidaires. Cet article apporte des éléments de réponse pour nous éclairer à ce sujet. Le résultat de l'analyse des données historiques et de notre échantillon montre les limites du fonctionnement actuel et du réel engagement des fonds.

Le constat de cet article nous amène à faire plusieurs préconisations pour les acteurs de l'écosystème :

- Faire en sorte que les gérants d'actifs solidaires communiquent sur leur niveau d'investissement solidaire réel ;
- Rehausser le plafond de 10 % à 15 % de part solidaire pour les fonds « 90-10 » ainsi que le plancher de 5 % à 7 ou 8 % ;
- Réduire la part de liquidité dans les FPS solidaires ;
- Augmenter le nombre de FPS solidaires et de fonds « 90-10 » en dotant les gérants d'actifs solidaires d'équipes dédiées plus nombreuses ;
- Permettre aux entreprises bénéficiaires en bout de chaîne de se renseigner sur le niveau d'intermédiation des financements qu'elles reçoivent.

Annexe – Représentation comptable de l'intermédiation dans les fonds solidaires



Source : Auteur

Chapitre 2 : La finance à impact : éclairage sur les pratiques d'une société française de gestion d'actifs solidaires⁵⁵

Résumé :

Cet article 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. Le fonds « A » se distingue par une utilisation de référentiels d'impacts, et par une présélection extra-financière. Le fonds « B » mélange financier et extra-financier, 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 : communication d'une part, pratiques de financement et de sélection d'autre part.

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

Code JEL : G11, G23, G24, M14

Abstract:

This article provides a comparative analysis of a "90-10" solidarity-based fund (fund "A"), which primarily seeks financial performance, and a specialised solidarity-based fund (fund "B"), which focuses on creating positive impacts without financial performance. Fund "A" is distinguished by its use of impact benchmarks and extra-financial pre-selection. The "B" fund mixes financial and extra-financial criteria, and although it is demanding in terms of impact creation, it is simpler in terms of impact reporting. Finally, these funds combine the concepts of impact and solidarity in a hybrid way: communication on the one hand, and financing and selection practices on the other.

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

Code JEL : G11, G23, G24, M14

⁵⁵ Cet article a été présenté lors du 18^{ème} congrès du RIODD le 18/10/2023 (Université de Lille), ainsi qu'aux 42^{ème} journées de l'AÉS le 28/08/2023 (Université Perpignan Via Domitia). Article publié dans la revue *Entreprise & Société* le 19 février 2025 : « La finance à impact. Éclairage sur les pratiques d'une société française de gestion d'actifs solidaires », *Entreprise & Société*, n° 15, 2024 – 1, pp. 105-134. DOI : 10.48611/isbn.978-2-406-17807-1.p.0105

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, elle nécessite de fournir un retour financier aux investisseurs (GIIN, 2020; Höchstädter & 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 (Bugg-Levine & Emerson, 2011). Au cours de la décennie 2010, le mouvement de la finance à impact, d'origine anglo-saxonne (O'Donohoe et al., 2010), se définissant 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), 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 (Chiapello & 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 »⁵⁶ 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 ».

L'Etat français a mis en place un contexte juridique favorable à ces fonds et on constate dès lors une croissance marquée de ces fonds en matière d'encours.

Le courant de la finance à impact met en avant les retombées socio-environnementales positives engendrées par l'action des financeurs, ils sont les initiateurs de ces impacts positifs tout en créant une performance financière plus ou moins grande. 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 : création d'effets positifs, mesure de ces derniers et performance financière. Dès 2009, un rapport précurseur faisait apparaître un problème au cœur de la finance à impact

⁵⁶ 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.

en qualifiant certaines pratiques de « *finance first* » et d'autres d'« *impact first* » (Freireich & Fulton, 2009).

Cet article met en lumière une des formes que prend la finance à impact en France, c'est-à-dire la finance solidaire, en répondant à la question cruciale : quel arbitrage entre performance financière et production d'impact ? Cette question est abordée à travers 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 données extra-financières, et fournit donc une contribution concrète à la recherche sur l'« *impact investing* » (Agrawal & Hockerts, 2021; Clarkin & Cangioni, 2016; Höchstädter & Scheck, 2015).

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 positif, 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 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* » (Freireich & Fulton, 2009), c'est-à-dire qu'il priorise la performance financière avec une production faible 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 sert à diversifier les poches solidaires des fonds « 90-10 » en investissant dans une multitude d'entreprises solidaires, aussi, il concentre l'investissement solidaire et joue un rôle essentiel permettant à d'autres fonds solidaires « 90-10 » de déléguer leur poche « 10 ». 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 minime.

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 expose les résultats issus de l'étude de cas. Enfin la section 4 conclut.

1. Cadre théorique

1.1 De la finance solidaire à la finance à impact

La littérature traitant de la finance solidaire offre une compréhension des acteurs de terrain (Château-Terrisse & 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 (Château-Terrisse, 2012; Château-Terrisse & 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. Cependant, en raison de leur faible importance dans le début des années 2000 et 2010⁵⁷, les fonds d'investissement solidaires sont un point aveugle de la littérature sur la finance solidaire.

Enfin, le lien entre finance solidaire et finance à impact ne s'est fait que récemment⁵⁸. Pour trouver un cadre d'analyse, nous nous tournons logiquement vers la finance à impact. Etant donné sa définition large, elle peut renvoyer à des pratiques très diverses. Mais comme le souligne Hellman (2020), la finance à impact apparaît dans le domaine de la finance institutionnelle et prend généralement la forme de fonds d'investissement, gérés par des professionnels⁵⁹. En France, la finance à impact se réfère donc à des fonds d'investissement divers mais respectant des méthodes particulières (FIR & France Invest, 2020). En l'occurrence, certains fonds solidaires sont de bons exemples de fonds à impact.

1.2 La finance à impact : une approche critique

La finance à impact émerge dans un contexte particulier dans lequel plusieurs tendances convergent (Chiapello & Knoll, 2020), favorisant ainsi son développement. Tout d'abord, la financiarisation de nos économies dans lesquelles les acteurs financiers prennent une place grandissante (Krippner, 2005). De même, les techniques et méthodes de calcul « financiarisées » sont utilisées dans des domaines nouveaux comme les politiques publiques (Chiapello, 2017, 2020). Puis, la dynamique de changement dans le fonctionnement des

⁵⁷ 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).

⁵⁸ 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 ».

⁵⁹ Ces derniers ont 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 (Kölbel et al., 2020).

organisations publiques, visant principalement à tirer de plus en plus parti des mécanismes de marchés et des acteurs privés (Chiapello & 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 (Gardin et al., 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 (Barman, 2015; 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 Investing Reporting System* (GIIRS) pour fournir un système de notation, ont structuré le marché de la finance à impact et fourni les bases de son développement (Barman, 2015).

Ces « dispositifs de jugement » (Barman, 2015) sont façonnés par la priorisation des intérêts des investisseurs pour rendre l'impact calculable et répondre à l'incertitude afférente à lui. Mais aussi pour ne pas faire l'économie d'une valeur additionnelle, la faisant plutôt apparaître aux yeux des actionnaires comme un régime de valeur supplémentaire en plus de la valeur financière (Barman, 2015, 2016). La preuve de l'impact est nécessaire pour légitimer l'engagement des investisseurs – surtout pour les acteurs « *finance first* ». Cela crée une tension constante entre une vision philanthropique et une vision financière classant l'impact comme un actif parmi d'autres (Birch & Muniesa, 2020; Bourgeron, 2020), cette dernière considérant l'impact comme un objet d'investissement (Birch & Muniesa, 2020; Chiapello, 2020; Muniesa et al., 2017).

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 (Barman, 2020). Dans ce contexte particulier, l'examen suivant des deux fonds va nous éclairer sur ce clivage impact / performance financière.

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 (Busch et al., 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. Il est à noter que ce fonds est singulier, puisqu'il cumule une stratégie responsable poussée et une composante solidaire, il est donc peu ou pas comparable à des fonds responsables traditionnels.

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.

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.

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 plusieurs 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 dont celle du fonds « A » et de gérants externes.

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 financière 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 », d'autres fonds solidaires « 90-10 » et des contrats d'assurance-vie solidaires •Pas d'objectif de performance

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 capital, et utilise des outils de financements comme des titres participatifs et associatifs, des obligations, des billets à ordre.

2.3 La collecte et le traitement 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. Les entretiens 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. Ils 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 du fonds « A ».

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.

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 d'identifier les différences de stratégies de production d'impact et de performance des 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 »

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, 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, le fonds s'est fixé une thématique sociale, un analyste est chargé de vérifier si les entreprises restantes respectent le thème du fonds (thème « Emploi »). Le fonds investit dans des entreprises créant de l'emploi et pouvant fournir des données historiques 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.

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.

« 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. » – Analyste extra-financier

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 [...]. En fait, en fonction de la structure de l'échange, tu peux 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

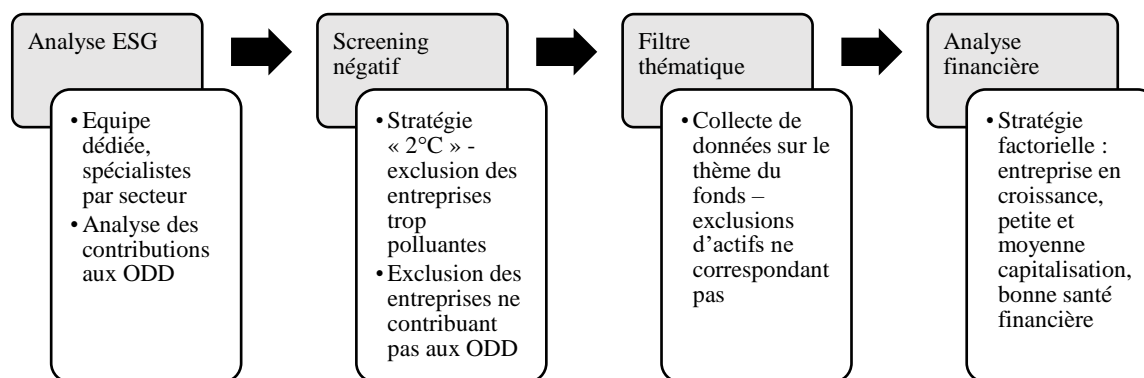
En résumé, le fonds a une stratégie d'impact qui vise à réduire, le plus possible, les externalités négatives tout en maximisant la part d'entreprises contribuant favorablement à certains standards internationaux ainsi qu'à la création d'emplois.

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 de vue 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 pas 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 à apporter de la performance à l'investisseur à long terme.

« Parce qu'une entreprise qui est très bien positionnée sur ses objectifs de développement durable 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, mais ça va être vraiment une tendance de long terme. » – Analyste financier

L'analyse financière se concentre sur le modèle d'affaires et les perspectives de croissance 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.

« 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 « value » 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

Lorsque ce sont les entreprises exclues du fonds qui enregistrent des performances supérieures cela s'avère difficile d'être aligné sur le marché. L'objectif est donc de trouver les entreprises les plus performantes. 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 :

- Sélectionner des entreprises ayant une croissance assez élevée pour permettre d'avoir des performances plus ou moins similaires à celles de fonds/d'indices proches ;
- Vérification des stratégies des entreprises (permettant la croissance) et des moyens mis en œuvre sur le long terme, 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 solidaire⁶⁰. Pour résumer, l'objectif de maximiser la performance financière est d'abord soumis à la stratégie responsable qui vient en premier lieu. Même s'il est difficile de le catégoriser « impact first » ou « finance first », il est donc possible pour un fonds d'avoir une démarche d'impact poussée tout en recherchant de la performance financière forte.

⁶⁰ 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 »

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

Tableau 1: Processus de sélection des actifs solidaires dans le fonds « B »

(1) <i>Sourcing</i>	(2) Comité d'opportunité (Due deal 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 via 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 •Avis 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

Source : Auteur

L'analyse des entreprises solidaires du fonds « B » est faite 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 les deux sont pérennisés par la gouvernance :

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

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 :

- Emetteurs solidaires 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 ;
- Emetteurs solidaires de catégorie B : entreprises solidaires 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 ;
- Emetteurs 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 dans certains scénarios), afin de minimiser les risques du fonds et en même temps lui assurer une certaine liquidité. Ces entreprises sont de grandes tailles par rapport aux autres et souvent des acteurs historiques comme France Active. 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, 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. L'investissement et la création d'impact se font 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.

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 par 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 ? » – 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... Et plus globalement, la question de l'exposition de leurs clients au risque de perte en capital est centrale :

« 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 de l'investissement solidaire.

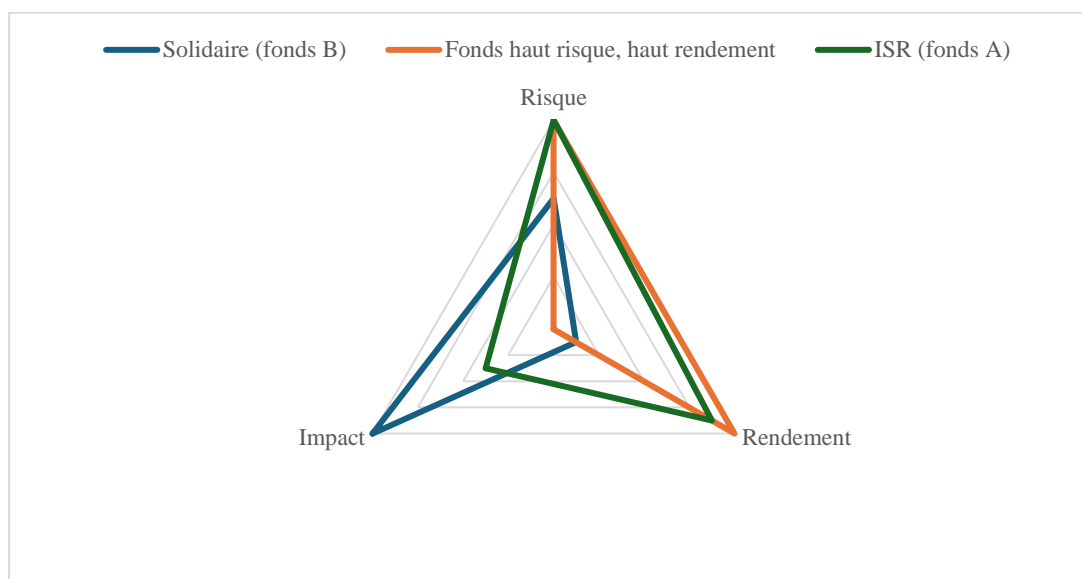
Les investissements dans les entreprises solidaires, étant donné la nature des activités et des statuts des entreprises, rapportent peu mais sont considérés comme risqués. Ce qui va à l'encontre de la théorie financière classique qui veut que les investissements risqués aient des rendements possiblement 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 participatifs⁶¹ 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, et qu'il pourrait être qualifié d'« *impact first* », cette sélection se confond avec une sélection financière traditionnelle. La Figure 2 ci-dessous illustre ce triple arbitrage « rendement-risque-impact » pour les deux fonds étudiés.

⁶¹ 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 2 : 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.

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'emplois 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, tu en as 102 aujourd'hui, alors que tu en as 130 chez nous ». – Analyste extra-financier.

C'est-à-dire que l'investisseur a contribué à créer 30 % d'emplois 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 transmises par les entreprises du fonds car elles ne sont pas toutes suivies 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 contribuent 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 thématiques⁶², 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, 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 tout en dégageant une performance financière notable.

⁶² Climat ; écosystème ; ressources ; accès aux besoins fondamentaux ; éducation, santé et justice sociale, travail décent et intégration sociale.

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 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 section 3.2.2 la question de l'attribution plus en détail.

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

« Les vagues de licenciement dont je parlais tout à l'heure aux États-Unis, je me disais que s'ils licencient c'est pour 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 étant 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 (Jeanne, Demaria et 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 vont avoir un discours qui va vraiment être en ligne avec ce que tu attends, parce qu'elles ont le temps de policer leur discours. 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 (Gardin, Jany-Catrice et Pinaud, 2017, p. 373 ; Jatteau, 2013). La seconde doit justifier la causalité attendue ou observée entre l'investissement effectué et l'impact réalisé (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 et recherche la rentabilité (*finance first*), cela n'empêche pas la mesure d'impact : 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 »

Reporting de données simplifiées : la spécificité du solidaire

Dans le fonds « B », les données d'impact sont mises en avant mais de façon simple, la présence d'entreprises ayant l'agrément « entreprise solidaire », suffit à prouver l'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'Etat, 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 » (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 (Jackson, 2013), 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, 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 thématiques⁶³ : le nombre d'emplois, le nombre de logements produits, le montant d'hectares en agriculture durable, le nombre de microcrédits (liste non exhaustive).

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 du secteur de la finance à impact (IFD, 2021), il n'y a pas de méthodologie apparente pour la restitution des impacts ou de référentiel, comme

⁶³ Emploi, logement, environnement et solidarité internationale.

les ODD à la différence du reporting du fonds « A ». Ainsi il est possible d'être assimilé « impact first » sans réelle mesure d'impact. 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* ».

Le problème de l'attribution des impacts au financeur

Bien que les gestionnaires rendent compte des impacts qui sont créés par les entreprises dans des rapports dédiés, ces impacts sont difficilement attribuables.

« 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 »

Donc contrairement aux actifs cotés, 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 par les investissements, bien qu'ils soient difficilement attribuables. Dans le fonds « B », et pour le solidaire, les indicateurs et les méthodologies sont bien plus simples et moins transparents mais les impacts créés, bien que peu attribuables, sont moins attaquables du fait de la composition du fonds et de la nature des entreprises.

Considérant que l'une des caractéristiques de la finance à impact est l'« additionnalité »⁶⁴, c'est-à-dire l'effet réel de l'investissement, il est logique que les gestionnaires de fonds solidaires veulent s'attribuer les impacts. Mais il est difficile de juger cet effet bénéfique sur l'entreprise, bien qu'il puisse exister. Ce problème de l'attribution des 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

⁶⁴ 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 en des investissements peu liquides, elle peut comprendre un risque disproportionné par rapport au rendement (Brest et Born, 2013; Brest, Gilson, & Wolfson, 2018; International Finance Corporation, 2019).

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 en finançant des entreprises solidaires qui sont en général exclues du système de financement traditionnel (Vallat, 1999, 2003) ou les finançant en complémentarité de celui-ci (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* (Laville, 2016), leur financement public ou, dans le cas présent leur financement privé, dans des conditions plus favorables que ne l'offrirait le marché conventionnel *n'est pas la séquelle d'une incompétence mais une reconnaissance de leurs objectifs solidaires* (ibid., 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 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... En clair la question est avant tout de savoir qui on finance et comment. A 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 pour le fonds « A », il est nécessaire de montrer aux clients du fonds la bonne utilité des capitaux.

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 communs (ODD) et singuliers (emploi). De surcroît, 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 cherche à maximiser la performance. 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 production d'impact via ses financements mais les entretiens ont révélé une dimension financière prégnante dans la sélection des titres solidaires, en particulier pour se protéger des risques (solvabilité, liquidité). 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, la recherche d'impact par les fonds, et notamment par les fonds solidaires, crée une certaine confusion. 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 est censé s'avérer moindre. Le financement solidaire a pour principe de favoriser un mode d'entreprendre (des statuts particuliers), comme l'explique Artis (2011, p. 67), la finance solidaire rassemble relations financières et lien social. A la différence d'un financement classique elle s'exprime par des relations extra-financières (confiance, accompagnements) avec des financements à des niveaux de risque a priori élevés (ibid. p. 11). Quant à la finance à impact, elle se concentre sur le financement d'activités aux externalités positives (et résolvant des problèmes socio-environnementaux) et met l'accent sur

le rôle du financeur (son intention) dans la création d'impact (son « additionnalité ») et sa mesure. La finance à impact renvoient donc à une multitude de pratiques : fonds ISR, fonds de *private equity* à impact, fonds solidaires, microcrédit, assurance, fondation... (EVPA, 2022; NAB France, 2023). Ce qui rend la comparaison complexe et la compréhension par le grand public quasiment impossible.

D'un côté cette notion d'impact est captée aujourd'hui en France par une partie des acteurs du monde de l'ESS et de la finance solidaire (Studer & Jany-Catrice, 2023) pour faire la preuve de leur efficacité et attirer des fonds privés. De l'autre, il attire des acteurs financiers plus traditionnels pouvant facilement créer des produits « à impact ». Comme nous l'avons dit plus haut, les notions sont différentes, et mélanger les notions de solidarité et d'impact porte donc à confusion⁶⁵.

Le risque d'une « mainstreamisation » de la finance à impact poussée par des acteurs financiers traditionnels, serait qu'ils y appliquent leurs propres pratiques (Chiapello, 2015): bonus de rémunération pour les gestionnaires (liés à la création d'impact), objectifs de rendements nouveaux, certains secteurs privilégiés et d'autres délaissés⁶⁶ et enfin l'harmonisation du reporting extra-financier.

Quant à l'harmonisation des reporting extra-financiers, elle tend à se décider au niveau supranational, sur des standards convenant aux acteurs de la finance conventionnelle. Cette tendance pourrait compromettre des initiatives originales issues de la finance solidaire créées par des acteurs historiques, et ne collant pas aux particularités des entreprises sociales françaises. Aujourd'hui, le manque de système de notation et de reporting efficace et partagé reste une barrière à la mainstreamisation complète, mais la porosité des concepts ainsi que la volonté de certains acteurs à tout assimiler à la finance à impact peut menacer les particularismes nationaux, notamment français.

Enfin, quant aux perspectives de recherches, il serait important de s'intéresser à la performance des fonds solidaires et à ses déterminants depuis plusieurs années, et notamment depuis l'immixtion du concept d'impact. Cela permettrait également d'explorer davantage les effets de la perméabilité des fonds solidaires au concept d'impact dans les pratiques des gérants d'actifs.

⁶⁵ Celle-ci s'observe également ailleurs que dans la finance solidaire : création du French Impact, changement de nom du Mouvement des entrepreneurs sociaux (Mouves) en Mouvement Impact France (MIF), ou encore récemment l'European Venture Philanthropy Association devenu Impact Europe.

⁶⁶ Par exemple le logement social, l'insertion, la solidarité internationale au profit de secteurs possiblement plus rémunérateurs comme la technologie, la « *greentech* » ...

Annexe – 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 ?

Chapitre 3 : The Financial Performance of Solidarity-based

Investment Funds: The French Case⁶⁷

Abstract:

This article examines the financial performance of French solidarity-based investment funds, also known as "90-10 funds", which combine 90% responsible listed assets and 10% solidarity assets from Social and Solidarity Economy (SSE) enterprises. These funds have grown significantly since the early 2000s, in response to the challenges of sustainable development and SSE financing. However, their dual objectives, stemming from their hybrid structure, which seeks both financial returns and social impact, raise important questions about their (under)performance compared to conventional funds. Based on an original sample of 49 French solidarity-based investment funds, this study investigates the factors influencing their financial performance, with particular attention to the role of their solidarity component and their level of sustainability commitment over the period 2020-2023. Key insights emerge from this study: i) the in-depth statistical analysis reveal that these funds perform close to their benchmarks, while displaying lower volatility and risk exposure, as evidenced by beta coefficients and information ratios; ii) the econometric analysis, highlights a statistically significant and substantial negative impact of the solidarity component on financial performance. However, this factor alone does not fully account for the observed underperformance, which also reflects the influence of sustainability constraints and the presence of a non-linear relationship between ESG intensity and returns.

Keywords: *solidarity-based funds, financial performance, ESG, responsible investment, impact investing*

Code JEL: A13, D14, G11

⁶⁷ This article was presented at the 19th RIODD congress at the ICHEC, ULB (Brussels) in September 2024, and at the Impact Investing Days congress à Audencia (Nantes) in April 2025.

1. Introduction

Because they aim to reconcile financial returns with social impact, solidarity-based funds are increasingly seen in France as an innovative, committed, and effective means of financing projects that address socio-environmental challenges. Solidarity-based funds, also referred to as "90-10 funds", combine 90% listed assets such as equities and bonds and 10% unlisted solidarity assets originating from Social and Solidarity Economy (SSE) enterprises, particularly those certified as Social Utility Solidarity Enterprises (SUSE)⁶⁸. Solidarity assets include shares in solidarity enterprises (capital, debt), as well as stakes in so-called solidarity "FPS" (*Fonds Professionnels Spécialisés*), which are professional funds dedicated to solidarity investment. These FPS enable "90-10" solidarity-based funds to outsource the management of solidarity assets, which, in turn offers greater liquidity. They play a key role in the solidarity-based fund ecosystem.

To maintain a consistent socially responsible approach across both the "90" and the "10" segments, most solidarity-based funds adopt responsible investment principles for the "90" segment. This involves a stringent screening process based on Environmental, Social, and Governance (ESG) criteria, whereby securities are evaluated and selected according to their sustainability practices. Companies that fail to meet these standards—or operate in heavily polluting or otherwise controversial sectors—are excluded. Consequently, these funds not only fall under the category of solidarity-based investments but also qualify as socially responsible investment (SRI) funds.

Despite the Social and Solidarity Economy's significant weight in the French economy (ESS France, 2020) and its contribution to social and local development, it continues to face chronic underfunding. The limited number of financial institutions specializing in this sector (ESS France, 2017, p. 31) is partly due to the perception that many SSE organisations — which prioritise social and environmental objectives over profitability — are higher-risk or less profitable in the eyes of traditional lenders.

To address these challenges, public authorities in France have, since the 2000s, introduced a series of legal measures aimed at encouraging private individuals to invest part of their savings in solidarity projects through employee savings funds. These measures include the Fabius (2001), Fillon (2003), and Modernisation of the Economy (LME) (2008) laws, which made it

⁶⁸ In the French legal framework, the "Entreprise solidaire d'utilité sociale" (ESUS) is a public accreditation granted to solidarity-based organisations recognized for their social utility. To obtain this accreditation, organisations must comply with strict criteria regarding their articles of association, economic model, social objectives, and employee remuneration.

mandatory to include these funds in workplace savings plans, and later in collective retirement plans. More recently, under the PACTE law (2020), this obligation was extended to life insurance. Consequently, solidarity-based funds have become a valuable tool for financing the SSE. By 2023, these funds managed €22 billion in assets —up from €255 million in 2003 — representing an average annual growth rate of 25% over 20 years. However, they remain modest in size compared to the broader responsible investment market (€2.5 trillion for SRI funds⁶⁹). This model of financing solidarity through employee savings remains a distinctive feature of the French financial landscape.

Despite this growth, the hybrid structure of these funds along with their dual objectives (financial returns alongside social impact), raises questions about their financial performance. They are often perceived as less attractive than conventional funds due to their solidarity component (Finansol, 2014), and remain underexplored in academic research. Only a few studies have focused on them, notably Brière & Ramelli (2021) on asset allocation by savers and Darpeix & Mosson (2021), who investigate the performance drivers of funds with extra-financial labels. While research on solidarity-based funds is limited, their similarities with SRI practices, particularly through their responsible investment approach, offers an opportunity to build on the broader literature examining SRI fund performance.

However, the extensive literature on SRI funds, which primarily focuses on financial performance (Barroso & Araújo, 2020; Capelle-Blancard & Monjon, 2012), remains inconclusive as to whether SRI funds outperform or underperform their conventional counterparts. Most meta-analyses emphasise the absence of significant differences between the performance of responsible and conventional funds (AitElMekki, 2020; Kim, 2019; Revelli & Viviani, 2015). Several theoretical frameworks are generally mobilized in these empirical studies.

Neoclassical finance—through frameworks such as Modern Portfolio Theory (MPT) and the Fama-French models—has long shaped the analysis of SRI fund performance. From this viewpoint, narrowing the investment universe to responsible firms may curtail diversification, thereby potentially lowering returns, while also imposing higher costs associated with responsible practices (e.g. limiting negative externalities, increasing labour costs, enhancing environmental protection or transparency). But empirical evidence challenges the neoclassical

⁶⁹ By the end of 2023, the French market for funds aiming for sustainable investment or promoting environmental or social characteristics accounted for €2,500 billion in assets under management (AFG, 2024). By the end of 2024, the assets under management of funds labelled "SRI" amounted to €800 billion.

assumption: some studies show that SRI funds and conventional funds often exhibit no significant differences in performance (Atz et al., 2023; Coelho et al., 2023; Kim, 2019).

In contrast, stakeholder-oriented approaches contend that integrating corporate social responsibility (CSR) can enhance long-term financial performance. Conversely, others studies suggest that higher levels of corporate social responsibility (CSR) may lead to superior financial results (Eccles et al., 2014; Ghoul & Karoui, 2022). These conflicting findings reflect ongoing debates and underline the lack of consensus regarding the financial impact of responsible investment.

Moreover, research specifically focused on solidarity-based funds remains scarce. Examining the performance of these funds, therefore, provides a valuable opportunity to explore how social and financial objectives may be reconciled in practice.

In light of the limited research dedicated to solidarity-based funds and the broader debates surrounding responsible investment, this study aims to shed light on the key factors influencing their financial performance—particularly the role of their solidarity component and responsible investment strategies.

This article investigates the main determinants of the financial performance of French solidarity-based funds, thus contributing to scholarly debates on how to balance financial returns with social objectives. To achieve this, we assembled an original dataset of 49 French solidarity-based funds with annual data collected from fund managers by the FAIR association⁷⁰. Employing panel data econometric methods, we evaluate the effect of various asset classes such as equities, bonds, funds and solidarity assets on financial performance over four years (2020-2023).

We also investigate how management fees and the level of sustainability commitment influence performance. To achieve this goal, we created an original composite indicator to approximate the level of sustainability of the funds. This original contribution allows us to explore whether higher levels of commitment to responsible investment correlate with stronger or weaker financial performance. The score encompasses several sustainability criteria drawn from extra-financial labels and regulatory requirements: the Finansol label indicating solidarity

⁷⁰ FAIR is an association promoting solidarity finance and impact investing in France. FAIR is also a collective of social impact finance players in France and a French centre of expertise in this field at international level. FAIR brings together more than 140 social enterprises, banks and asset managers. It distributes the 'finansol' label, recognising banking and financial products that have a strong social impact. See: <https://www.finance-fair.org> - consulted in March 2025.

investments and responsible investing, ISR and Greenfin labels recognising responsible practices of investments, and SFDR⁷¹ compliance.

The statistical analysis reveals that, across various risk levels, the performance of solidarity-based funds remains generally close to their benchmarks, although equity and mixed funds exhibit underperformance. The econometric study highlights a significant negative impact of the solidarity component on performance (ranging from -0.36% to -0.65%). The sustainability score also contributes to underperformance, although its effect remains limited.

In fact, this original sustainability score reveals a curvilinear relationship with performance: while financial returns increase with sustainability up to a certain threshold, they decline beyond that point. This inverted U-shaped relationship contrasts with earlier findings by Barnett and Salomon (2006) and Capelle-Blancard and Monjon (2014), who identified a U-shaped pattern. However, this apparent divergence is consistent with the fact that the funds analysed here display significantly higher levels of sustainability. The two curves may reflect different segments along the same continuum, where initial improvements in sustainability enhance returns, but excessive intensity may eventually generate constraints that weigh on performance. These findings confirm the nuanced influence of ESG practices and strengthen the case for more granular analyses of responsible fund strategies. They partially align with Darpeix and Mosson (2021), who observe limited effects of extra-financial approaches. However, unlike previous studies, this article introduces an original measure of sustainability intensity and empirically isolates, for the first time, the impact of solidarity assets on fund performance. It also shows that solidarity-based funds tend to be less sensitive to market fluctuations, thereby contributing to ongoing discussions on the risk profiles of SRI funds.

Overall, these results shed new light on how solidarity-based funds navigate the dual objectives of financial returns and social impact. Their focus on direct investment in social economy enterprises raises important questions about the links between financial strategies and social goals.

This article is structured as follows: a literature review on SRI fund performance (Section 2), a description of the data and statistical analysis (Section 3), followed by the methodology (Section 4), and econometric results (Section 5), with the final section concluding.

⁷¹ The SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation) is a European regulation aimed at promoting sustainability in the financial sector by requiring transparency on ESG criteria from its stakeholders. In force since 2021, the SFDR classifies investment funds based on their level of sustainable commitment: Article 6 for funds without ESG objectives, Article 8 for those promoting ESG characteristics, and Article 9 for those targeting measurable sustainability objectives. Fund managers designate their products according to these categories and provide the corresponding information.

2. Literature review and research hypotheses

Over the past few decades, the rise of responsible investment has raised important questions about its compatibility with the assumptions of neoclassical finance, which emphasise rationality, profit maximisation, and portfolio diversification. Within this framework, the integration of ESG criteria is often seen as a constraint that may limit financial performance. Yet, growing empirical evidence invites a re-examination of these assumptions and opens the discussion to alternative theoretical approaches, including stakeholder theory.

In the framework of neoclassical finance, economic agents are assumed to be rational and driven by profit or utility maximisation. From this perspective, Friedman (1970) argues that the primary responsibility of firms is to maximise shareholder profits, implying that social or environmental objectives should not be considered. This approach aligns with Modern Portfolio Theory (MPT), initially developed by Markowitz and later extended through Sharpe's Capital Asset Pricing Model (CAPM), as well as the multifactor models of Fama-French and Carhart. These models are among the key pillars of neoclassical financial theory (Charreaux & Albouy, 2017). Indeed, these financial theories share the underlying assumption of rationality and the systematic pursuit of optimal risk-adjusted returns, thus firmly situating them within the neoclassical paradigm.

SRI funds are frequently analysed within these neoclassical theoretical frameworks. Generally, such frameworks suggest that incorporating ESG criteria may negatively impact financial performance, primarily due to increased constraints on portfolio diversification and higher associated management costs. For instance, MPT emphasises the importance of diversification in maximising risk-adjusted returns (Lintner, 1965; Markowitz, 1952; Sharpe, 1964, 1966). Diversification allows the idiosyncratic risks of individual securities to offset one another without affecting expected performance (Rubinstein, 2002, p. 1042). However, applying responsible criteria may restrict the investment universe and hinder optimal diversification, a key requirement for portfolio efficiency under MPT. Similarly, according to Friedman's neoclassical reasoning, including social or environmental considerations typically leads companies—and consequently investment portfolios—to financial underperformance. Thus, both MPT and Friedman suggest that portfolios are most likely to match market benchmarks when they invest primarily in firms focused on financial return maximisation.

Yet, recent empirical work challenges these assumptions. Several meta-analyses (Friede et al., 2015; Kim, 2019; Revelli & Viviani, 2015) find no significant difference between the performance of responsible and conventional investments. However, these results vary

depending on factors such as the social filters applied, the study period, and the geographical context (Badía et al., 2020). Responsible portfolios may exhibit lower risk levels, particularly during economic crises (Omura et al., 2021). This resilience may stem from their lower sensitivity to market fluctuations, as a results of ESG strategies and socio-environmental filters that help mitigate volatility and play a stabilising role (Ghoul & Karoui, 2022; Lean et al., 2015; Lee et al., 2010; Syed, 2017)⁷². Interestingly, the most responsible funds may outperform their less responsible peers (Ghoul & Karoui, 2022). ESG filters appear to enhance performance beyond a certain threshold, suggesting a curvilinear relationship between the number of filters applied and financial performance (Barnett & Salomon, 2006; Capelle-Blancard & Monjon, 2014). This curvilinear relationship between sustainability intensity and performance raises important questions, particularly in relation to funds that apply the most comprehensive sets of ESG filters or go beyond standard screening practices.

In light of these theoretical insights, and given the high sustainability constraints faced by solidarity-based funds—such as their responsible and solidarity-based composition, extra-financial labels, and SFDR compliance—their strategy may place downward pressure on financial performance. However, this effect could be offset, particularly during periods of market instability, by responsible assets that help reduce exposure to volatility and by solidarity-based assets that offer an alternative source of diversification. Thus, we propose the following hypothesis:

Hypothesis 1: Solidarity-based funds exhibit performance similar to conventional funds.

In contrast to neoclassical theory, stakeholder theory (Freeman, 1994; Freeman & Reed, 1983) posits that a firm's success depends on its ability to manage relationships with its stakeholders (employees, customers, suppliers, and society at large). Rather than viewing the firm as a nexus of contracts serving only its shareholders, this perspective conceives it as a coalition of interests whose sustainability relies on balanced, cooperative relationships among all parties involved. Stakeholder theory contends that addressing stakeholder needs not only fulfils ethical or normative obligations but also enhances corporate resilience and competitiveness—particularly in environments where social legitimacy, reputational capital, and stakeholder trust influence financial outcomes. This perspective provides an alternative to purely instrumental approaches, suggesting that responsible corporate behaviour can serve both ethical and performance-oriented objectives (Donaldson & Preston, 1995).

⁷² However, beyond a certain threshold, the increase in SRI filters can compromise risk-adjusted performance, particularly for highly filtered funds (Lee et al., 2010).

In this framework, CSR understood as the alignment of corporate behaviour with societal expectations (Carroll, 1979, p. 498), is not seen as an obstacle to corporate financial performance (CFP), but as a lever for creating long-term value for both the company and society (Linde & Porter, 1995; M. E. Porter, 1991).

Early empirical studies quickly revealed a positive correlation between CSR and CFP (Stanwick & Stanwick, 1998; Waddock & Graves, 1997), showing that companies with higher CSR levels tended to pollute less, invest more, and perform better financially. These findings were reinforced by later studies suggesting a bidirectional causality: high CSR can enhance financial performance, while strong financial results enable firms to invest in more ambitious CSR strategies (Margolis et al., 2009; van Beurden & Gössling, 2008).

Subsequent empirical work has reinforced this positive relationship, particularly in times of crisis. ESG strategies appear to act as a form of “insurance”, offering downside protection during turbulent periods (Atz et al., 2023). Financial performance improves as companies pay greater attention to key stakeholders and enhance their ESG scores; this effect is amplified when responsible practices are clearly and transparently communicated (Coelho et al., 2023).

Highly sustainable companies are also more likely to adopt long-term strategic planning and rely on external verification mechanisms to reinforce the credibility of their non-financial disclosures. Over the long run, they exhibit significantly better performance—both in stock market and accounting terms—while also displaying lower risk and volatility (Eccles et al., 2014). CSR may also facilitate access to capital by reducing informational asymmetries and agency costs, notably through stakeholder engagement and enhanced disclosure. Firms with high CSR performance are therefore less financially constrained and more capable of pursuing profitable investments that may otherwise be out of reach (Cheng et al., 2014).

This growing recognition of CSR’s financial value is reflected in capital market dynamics. Over time, analysts have shifted from perceiving CSR as a cost under agency logic to viewing it as a value-generating element aligned with stakeholder-oriented frameworks (Ioannou & Serafeim, 2015).

Yet challenges remain, particularly regarding the comparability of ESG data. Inconsistencies in data reporting, peer benchmarking, imputation of missing data, and divergent scoring methodologies all contribute to significant variation across ESG ratings (Kotsantonis & Serafeim, 2019). These issues call for the development of more transparent, harmonised, and context-specific sustainability measures, especially in highly regulated environments.

Taken together, this body of evidence supports the view that investment vehicles composed of highly responsible firms—such as solidarity-based funds—are well positioned to outperform

conventional funds by capturing the long-term financial benefits associated with corporate sustainability:

Hypothesis 2: Solidarity-based funds outperform conventional funds.

3. Data and descriptive statistics

3.1 Sample construction

This study examines an original sample of 49 French solidarity-based investment funds, selected based on two criteria: holding the Finansol label during the period and including solidarity assets in their portfolios. Initially, the sample comprised 56 funds, but seven Professional Specialized Funds (FPS – Fonds Professionnels Spécialisés) were excluded due to their significantly different characteristics, to ensure greater homogeneity (these are not '90-10' funds). This homogeneity was preserved by maintaining the same 49 funds throughout the period. The final sample represents 49% of the total assets under management in French solidarity-based funds in 2020 and 34% in 2023. It also accounts for 87% of the Finansol-labelled solidarity-based funds in 2020 and 66% in 2023⁷³.

This original database was constructed using data provided by FAIR, a French association dedicated to promoting solidarity finance and impact investing. FAIR grants the "Finansol" label to financial products, including savings accounts, solidarity-based investment funds, and securities issued by solidarity enterprises. Each year, FAIR organises data collection and conducts audits on labelled products in collaboration with their distributors and managers. The database was compiled from documents submitted annually by fund managers between 2020 and 2023. Data prior to 2020 could not be included, as systematic archiving and audit processes only began that year.

Despite the direct access to FAIR's data, constructing a coherent and usable dataset required substantial effort to reconcile and standardize the variety of fund documents—management reports, extra-financial reports, inventories⁷⁴, key investor information documents (KIID), fund

⁷³ The representativeness of the sample decreases over time for two reasons: (a) Funds labelled after 2021 are not included in the sample because information would have been unavailable for the earlier period. Consequently, the number of funds in the sample remains constant while the market continues to grow in subsequent years. (b) A significant portion of solidarity-based funds are not Finansol-labelled and thus fall outside the scope of this study, although their share in the market is steadily increasing.

⁷⁴ The fund inventory is a document detailing the assets comprising the investment fund. It is presented as a table listing the asset name, price, quantity, etc. The document is provided to the association in Excel or PDF format and varies in structure depending on the fund managers. Standardising these documents proved to be the most laborious task. They enabled the precise categorisation of all assets within the funds, allowing for an accurate breakdown by asset class.

regulations, and transparency codes. This heterogeneity in format, timing, and categorisation made cross-fund comparisons particularly challenging. As a result, an extensive data-cleaning and harmonisation process was undertaken to consolidate key variables (e.g., fund structure, types of solidarity assets, investment strategies) into a uniform framework.

This work not only supports the findings of this study but also breaks new ground by providing a structured dataset not previously available for these specific ‘90-10’ solidarity-based funds. To our knowledge, this is the first empirical analysis of FAIR data on these funds, and the first to offer such a detailed view of their composition and investment strategies. Consequently, this study makes a valuable contribution to the responsible finance literature by addressing an overlooked yet important segment of socially oriented investment products in France.

The sample could not be expanded using publicly available external sources, as certain information—particularly for employee savings funds—remains inaccessible online. By focusing on comprehensive, primary data from FAIR’s audits, this study offers an unprecedented level of detail on the actual composition and investment strategies of solidarity-based funds in France.

3.2 Descriptive statistics

Asset allocations and characteristics of solidarity-based funds

Among the 49 investment funds in our sample—each classified as a “90-10” fund—27 are employee savings vehicles, known in France as Employee Investment Funds (*Fonds Communs de Placement d’Entreprise*, or *FCPE*). These funds have been offered through employee savings schemes since 2001. The remaining 22 are open-ended funds, structured either as Mutual Investment Funds (*Fonds Communs de Placement*, *FCP*) or as Open-Ended Investment Companies (*Société d’Investissement à Capital Variable*, *SICAV*). Investors can subscribe to these open-ended funds freely through their banks, outside of employee savings schemes. These 49 funds encompass various asset types: 17 are predominantly equity-focused (more than 70% invested in equities and equity funds), 20 are predominantly fixed-income-focused (bonds and bond funds), and 12 are classified as mixed funds (see Table 1).

Table 1: Asset allocations and characteristics of solidarity-based funds (2020-2023)

	Mean	S. D	Median	Q25%	Q75%
Performance	2.26%	10.22%	1.99%	-5.45%	8.44%
Equities	27.32%	33.68%	0.00%	0.00%	48.79%
Bonds	14.16%	29.41%	0.00%	0.00%	0.00%
Cash & Monetary Funds	6.65%	8.55%	3.05%	0.68%	9.86%
Funds	45.90%	41.45%	34.80%	0.26%	91.28%
Equity Funds	10.61%	22.10%	0.00%	0.00%	6.14%
Bond Funds	15.57%	21.79%	0.00%	0.00%	27.17%
Feeder Funds	18.78%	38.60%	0.00%	0.00%	2.98%
Other	0.94%	4.46%	0.00%	0.00%	0.00%
Solidarity	5.93%	3.02%	6.90%	5.44%	7.95%
Size	€161 M	€252 M	€55 M	€17 M	€190 M
Fees	0.93 %	0.59%	0.90%	0.50%	1.20%
Sustainability Score	3.8	1.8	3.5	2.9	5.1

Source: Author's calculations

Table 1 details the characteristics of the funds over the 2020-2023 period. The average annual performance is 2.26% over four years but with significant variability (S.D. of 10.22%). The average equity share is 27.32% but is highly variable, as are bonds (14.16%). Liquidity averages 6.65% and includes both uninvested capital and allocations to money market instruments.

The "funds" category refers to all fund-of-funds allocations within the solidarity-based funds and has been divided into four subcategories. Equity and bond funds allocations represent 10.6% and 15.6% respectively, while feeder funds—which refer to holdings in other “90-10” solidarity-based funds—account for an average of 18.8% of fund assets. This structure allows a solidarity fund to hold shares in another solidarity fund.

The “solidarity” variable represents the share of unlisted solidarity assets, to which the portion of solidarity FPS funds is added. FPS funds, which concentrate investments in solidarity and social economy enterprises, consist solely of solidarity enterprises and liquidity (Devin, 2025). On average, the solidarity share amounts to 5.93%, with a standard deviation of 3.02%, indicating relatively low dispersion. The broader distribution of asset allocations (Table 1) shows that some components have a median of 0%, suggesting that many funds do not invest in certain asset classes. This highlights the need to conduct a category-based analysis (equity, mixed, and fixed-income funds) to better understand allocation patterns. The average fund size is €161 million, though the median and standard deviation indicate that most funds remain relatively small. Management fees average 0.93%.

The sustainability score

To assess the sustainability commitment of solidarity-based funds, we developed an original indicator called the "Sustainability Score", based on five criteria: four French extra-financial labels (ISR, Finansol, Greenfin, CIES⁷⁵) and the SFDR classification (Articles 8 and 9). These criteria were selected for their complementarity, high ESG standards, transparent methodologies, and broad recognition among French investors. This indicator is used to approximate the level of ESG screening, positive selection and overall sustainability commitment of the funds. It aims to capture both the degree of ESG integration (through selection and exclusion mechanisms) and the transparency of responsible practices.

- The ISR label evaluates funds on environmental, social, and governance (ESG) factors rather than purely financial metrics. This approach implies a more holistic view of sustainability, requiring that funds actively address issues like climate impact, human rights, and responsible governance. Certain high-emission and controversial sectors (e.g., coal, unconventional hydrocarbons, new fossil projects) are excluded to ensure tighter alignment with global climate objectives.
- The Finansol extra-financial label distinguishes solidarity finance products by ensuring that investments target significant social or environmental impact, such as social housing or job integration. Over time, it has become increasingly stringent, introducing strict sector exclusions (e.g., fossil fuels, arms) and requiring measurable impact reporting—particularly for the “90” portion of “90-10” funds. Awarded by an independent committee, Finansol is the only extra-financial label identifying solidarity savings products with robust social impact, mandating rigorous ESG and exclusion criteria. As a result, it serves as a reliable gauge of a fund’s commitment to sustainability, solidarity financing and transparency.
- The Greenfin label evaluates funds primarily on their contribution to the energy and ecological transition, rather than purely financial metrics. Over time, it has introduced ever-stricter exclusions—covering the entire fossil-fuel chain and certain controversial sectors—and aligned with demanding European frameworks (European Taxonomy, SFDR) to ensure measurable environmental impact. By mandating transparent reporting and positive performance indicators (e.g., reduced greenhouse gas emissions, alignment with Green Bond Principles), Greenfin label provides a gauge of a fund’s sustainability.

⁷⁵ CIES stands for “*Comité Intersyndicale de l'Epargne Salariale*” (Inter-union Employee Savings Committee), was established in 2002 by French trade unions, promotes socially responsible investment (SRI).

Its focus on rigorous environmental criteria and continuous improvement makes it a reference for investors seeking to finance ecological transition projects.

- Concerning the CIES label, it ensures that employee savings adhere to stringent ESG requirements. Over time, it has added stricter exclusions (e.g., fossil fuels, non-compliant weapons) and set clear shareholder engagement rules (voting in at least 90% of annual meetings). Funds must also provide measurable social and environmental impact, aligning with global labour conventions and climate objectives (Paris Agreement). Consequently, the CIES label offers an indication of a fund's commitment to transparency (of both the asset manager and supervisory boards of the funds), responsible investment and continuous ESG progress.
- Under the SFDR, Article 8 funds promote environmental or social characteristics but do not necessarily set specific sustainability targets, while Article 9 funds formally commit to achieving measurable sustainable investment objectives. These classifications requiring funds to disclose how they consider sustainability risks and the concrete steps they take to meet environmental or social goals. In doing so, Articles 8 and 9 serve as a marker of a fund's sustainability, aligning investment strategies with stricter European standards and transparent reporting obligations. However, its primary aim is transparency: it does not directly impose investment guidelines but requires financial players to clearly explain their choices. Even so, it has been shown that SFDR classifications further improve funds' ESG scores – as managers strive to improve their responsible strategies – and stimulate the reinvestment of capital in the most sustainable funds (Becker et al., 2022). 60% of article 9 funds have 'impact creation' strategies and higher SDG scores, while the remainder have broader ESG strategies (Scheitza & Busch, 2024). Finally, the SFDR classification often appears in fund promotional documents, and functions as an additional extra-financial labelling system (ibid.).

For each fund, one point is assigned to each criterion met. These points are then weighted by coefficients that reflect the evolution of ESG requirements between 2020 and 2023—the more demanding the criterion becomes, the higher its weight. For example, the coefficient assigned to the "Article 9" criterion increases from 0 in 2020 (non-application) to 2.5 in 2023. Similarly, the ISR label sees its weighting increase from 0.5 in 2020 to 1.5 in 2023, reflecting enhanced exclusion policies and transparency rules.

A bonus system awards additional points (+1 to +2) to funds meeting multiple criteria. Granting a bonus to a fund that combines multiple criteria (labels, SFDR classification) reflects the assumption that accumulating such requirements signals greater commitment and consistency

in its ESG approach. Moreover, it suggests that the fund aims to convey a stronger message of trust and credibility to investors. In a market where many products claim to be responsible, holding multiple labels can reinforce confidence in the fund's ESG strategy.

The final score, calculated annually for each fund, combines the criteria fulfilled, the weighting coefficients, and applicable bonuses. It ranges from 1.5 to 9.3, providing a synthetic measure of the diversity, intensity, and evolution of the funds' sustainability commitments over time⁷⁶. This methodology enables us to analyse the link between sustainability and financial performance (see Appendix 1 for the detailed methodology).

3.3 Comparative analysis of the financial performance and risks of solidarity-based funds

Performance comparisons to market indices and respective benchmarks

This section compares the performance of solidarity-based funds against both conventional benchmark indices (Table 2) and each fund's own benchmarks (Table 3). It highlights performance differences across equity, fixed-income, and mixed fund categories and incorporates risk assessment through the information ratio and beta coefficient (Figure 1). The analysis emphasizes the stabilizing role of responsible strategies and solidarity assets during market downturns.

Table 2 presents annual performance data for the solidarity-based fund sample relative to standard market indices (over the 2020–2023 period). Specifically, the MSCI EMU serves as a comparator for equity funds, the Bloomberg Euro Aggregate for fixed-income funds, and the average of these two for mixed funds. These indices were selected for their representativeness of European market trends. Moreover, conventional indices remain common reference points for many SRI funds, making them suitable for comparison purposes (Joliet & Titova, 2018).

⁷⁶ The average score is 3.8, but it varies substantially, with the lowest score being 1.5 in 2020 and 2021, 2.0 in 2022 and 3.0 in 2023. The maximum score ranges from 5.0 in 2020 to 9.3 in 2023.

Table 2: Annual performance trends of solidarity-based funds compared to market indices (2020-2023)

Name	2020	2021	2022	2023
Equity: MSCI EMU Price Index	-2.68%	19.96%	-14.80%	16.39%
Fixed income: Bloomberg Euro Aggregate	3.84%	-3.02%	-17.17%	7.25%
Mixed: 50% MSCI EMU + 50% Bloomberg Euro Aggregate	0.58%	8.47%	-15.98%	11.82%
Solidarity-based Equity Funds	2.18%	14.34%	-13.01%	11.75%
Solidarity-based Bond Funds	1.26%	1.88%	-8.62%	6.43%
Solidarity-based Mixed Funds	2.52%	7.53%	-10.81%	8.12%

Source: Eikon Refinitiv, Author

When compared to these indices, solidarity-based funds generally underperform during bullish phases but outperform certain benchmarks in bearish markets.

Table 3: Average annual performance of funds by category to their benchmarks (2020-2023)

	Average Fund Performance	Average Benchmark Performance	Average Relative Performance
Solidarity-based equity funds	4.89%	6.14%	-1.26%
Solidarity-based bond funds	0.07%	0.01%	0.05%
Solidarity-based mixed funds	2.19%	2.95%	-0.77%

Source : Author

Table 3 compares the performance of solidarity-based funds to their respective benchmarks. On average, equity solidarity-based funds show higher absolute returns than the other two categories yet remain below their equity benchmark (4.89% vs 6.14%). Bond funds exhibit the strongest relative performance, at 0.07% compared with 0.01%. Overall, during the 2020–2023 period, solidarity-based funds delivering overall absolute performance broadly in line with their respective benchmarks.

These solidarity-based funds benchmarks generally fall into three categories: equity-oriented indices (e.g., Euro Stoxx 50, MSCI EMU, MSCI World), fixed-income indices (e.g., Bloomberg Euro Aggregate), and blended indices that combine equity, bond, and sometimes money market components. Four references recur most often:

- Euro Stoxx 50 – A popular choice for equity exposure, sometimes combined with FTSE or MSCI indices.

- MSCI EMU – Another common equity benchmark for funds seeking broader Eurozone coverage.
- Bloomberg Euro Aggregate – A widely used fixed-income benchmark, often adjusted to specific maturities (3–5 years, 5–7 years, etc.).
- ESTR (Euro Short-Term Rate) – Often used to represent the “solidarity” or money market portion, occasionally replacing older references like EONIA.

In some cases, fund managers simulate the solidarity allocation by assigning a 10% weighting to a money market index such as the ESTR, thereby reducing the main benchmark to 90% of its original weight (e.g., shifting from 100% CAC 40 to 90% CAC 40 and 10% ESTR) to account for the presence of unlisted solidarity assets. For funds without an official benchmark, we constructed a composite index using data on each fund’s holdings (inventory), recreating the relevant equity, bond, and monetary exposures in line with the actual portfolio composition⁷⁷. This approach ensures the benchmark aligns with the same composition constraints applied by fund managers, as documented in their inventories and ensures that the benchmark used mirrors the same compositional constraints that the manager applies to the actual portfolio.

It is worth noting that a fund’s relative performance depends greatly on how their benchmarks are constructed, particularly regarding whether the benchmark simulates the presence of solidarity assets. Among the 49 funds, 13 compare themselves to benchmarks that do not replicate the solidarity share, whereas 36 incorporate it—either *via* a money market component or by proportionally reducing the index to reflect unlisted holdings. Interestingly, most funds with weaker relative performance do factor the solidarity share into their benchmark. As this allocation is designed to neutralise the potential negative impact of solidarity assets, the underperformance likely stems from other factors, such as the management choices and responsible strategies (ESG selection, screening) applied to the “90” portion of these “90-10” funds.

Relative risk analysis: the information ratio and beta

Comparing fund performance without accounting for risk provides only a partial view of managerial effectiveness. To deepen the analysis, we calculated the information ratio (IR), which evaluates the relative performance of a fund compared to its benchmark, accounting for the risk taken, a ratio that also serves as an indicator of managerial skill (Kiyamaz, 2019). The IR is calculated by dividing the fund's average outperformance relative to its benchmark by the

⁷⁷ For those funds lacking an official benchmark, the author constructed a composite index that included a small money market component. This addition was designed to approximate the share of unlisted solidarity assets, thereby capturing the effect of the “solidarity portion” on overall fund performance.

volatility of this outperformance (referred to as the "tracking error"). Low volatility indicates good stability relative to the benchmark, while high volatility reflects a loss of consistency and increased risk-taking. The IR helps assess whether the fund has been able to generate high returns per unit of risk taken compared to its benchmark.

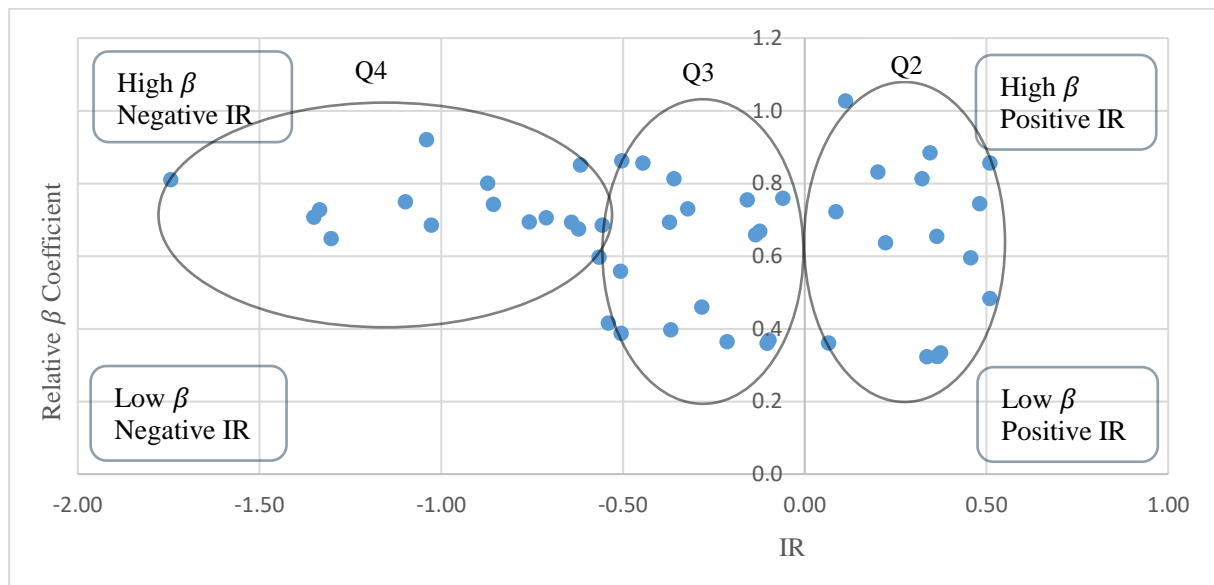
In Figure 1, each point represents a fund from the sample compared to its own benchmark, with the vertical axis showing the fund's beta coefficient (volatility relative to the market, see below) and the horizontal axis displaying its information ratio. Regarding the IR, represented on the horizontal axis, the following cases can be observed:

- High IR (≥ 0.5): Indicates significant outperformance and low risk, suggesting that the fund effectively tracks its benchmark.
- Moderate IR (≈ 0): Reflects minimal outperformance or underperformance, or higher risk, indicating that the fund takes on more risk to stay aligned with its benchmark.
- Negative IR: Signals underperformance relative to the benchmark. The IR becomes increasingly negative (≤ -0.5) as the fund underperforms or risk decreases.

The zones "Q2," "Q3," and "Q4" in Figure 1 correspond to the quartiles of a theoretical normal distribution of the information ratio⁷⁸. The "Q2" zone includes funds with ratios between 0 and 0.5, "Q3" encompasses ratios between zero and -0.5, and "Q4" contains those below -0.5. These zones help position each fund relative to the distribution. The more positive the IR, the greater the outperformance and lower the relative risk. Conversely, a more negative IR indicates more pronounced underperformance and lower relative risk, highlighting an ineffective defensive approach suggesting that risk avoidance does not justify such negative performance.

⁷⁸ The IR follows a normal distribution curve (Grinold & Kahn, 2000, p. 114), where 0 represents the mean of the distribution. An IR > 0 places a fund in the top 50% of the population, an IR greater than 0.5 in the top 25%, and an IR of -0.5 in the bottom quartile. An IR of 1 is considered exceptional (Blatt, 2004).

Figure 1: Information Ratio (IR) and Beta coefficient of solidarity-based funds



Source: Author

The vertical axis represents the beta coefficient, which measures the sensitivity of funds to fluctuations in their benchmark, based on the Capital Asset Pricing Model approach. A beta close to one indicates that the fund closely tracks its benchmark. A beta between 0 and 1 suggests that the fund follows the benchmark in a subdued manner, with lower market sensitivity. Most funds in the sample have a beta below 1, reflecting lower systemic risk⁷⁹. This aligns with observations by Lee et al. (2010) regarding SRI funds, where increased filtering intensity reduces beta, though excessive filtering can increase risk.

Funds with a high beta and a positive information ratio (IR) take greater risks to track their benchmark, but these risks are justified by better risk-adjusted performance. Conversely, funds with a high beta and a negative IR take unrewarded risks. Funds with a low beta and a positive IR limit their market exposure while achieving satisfactory risk-adjusted performance. However, those with a low beta and a negative IR take minor risk but fail to compensate with better risk-adjusted performance. These funds do not justify their defensive position, as they fail to manage risk effectively despite lower market exposure.

A particular case concerns funds with a low beta and an IR close to zero. These funds adopt a defensive approach (low beta) while taking significant risks to try to track their benchmark (IR ≈ 0). This inconsistency, or tension, may result from constraints such as ESG exclusions, which limit alignment with benchmark composition.

⁷⁹ Thirteen funds do not replicate the solidarity share in their benchmark, resulting in a beta lower than 1 by construction. For the other funds, the beta being below 1 is therefore not attributable to the presence of solidarity assets in the funds.

In conclusion, the performance of solidarity-based funds varies depending on the relative importance of their asset classes (equity, fixed income, mixed). Equity funds exhibit the best absolute performance but show negative relative performance. In contrast, fixed income funds, despite their low absolute performance, achieve positive relative performance on average. This relative underperformance or slight outperformance of solidarity-based funds persists regardless of whether their benchmarks replicate the solidarity share.

However, by incorporating risk into the analysis through the information ratio and beta, the results become more nuanced. Equity, fixed income, and mixed funds can exhibit both positive and negative IRs⁸⁰ (-0.29 in average), combined with either low or medium-high betas. Nonetheless, most funds in the sample are characterized by a low beta (0.64 in average), indicating low market sensitivity, and a negative IR⁸¹, reflecting either unrewarded risk-taking or ineffective defensive positions. The weak performance of solidarity-based funds can partly be attributed to the constraints associated with sustainable investing and/or the presence of solidarity assets (but cannot be generalised to the whole sample). However, there is no evidence that solidarity assets are the primary factor weighing on financial performance. In fact, they may offer a different type of diversification, with low but stable returns, which is valuable in a bearish environment and thus helps protect investors.

Nevertheless, the reasons why some funds exhibit negative information ratios—reflecting relative underperformance—while others achieve positive results remain unclear. The tables and figure above suggest that adopting a responsible investment strategy is not inherently detrimental to financial performance. On the contrary, the presence of socially responsible assets, selection on the basis of ESG criteria, sector exclusions, can provide beneficial advantages from a financial point of view. These strategies may enhance risk mitigation, improve long-term resilience, and, in some cases, support performance levels comparable or even better to those of conventional funds. In the next section, we will use econometric models to assess the effects of solidarity assets, as well as the sustainability score and management fees, on financial performance.

⁸⁰ In a sample with numerous relative underperformances, modified information ratios can be used to obtain more realistic values (Blatt, 2004; Israelsen, 2005), but this does not significantly alter the conclusions presented above.

⁸¹ This is not particularly unusual. Depending on the fund management strategies, a sample of funds composed of large companies may have an information ratio distribution similar to what was found here, with a majority of negative IRs and some IRs ranging between 0 and 0.5 (Goodwin, 1998, p. 41). For instance, Kiymaz (2019) finds, on a large sample of SRI funds, an average negative information ratios.

4. Methodology

4.1 Explanatory variables

This section identifies the variables influencing the financial performance of solidarity funds, focusing on the impact of the solidarity component. The dependent variable chosen is financial performance, defined as the annual calendar performance (as of 31/12 of year n), reported in management reports and sourced from the Refinitiv database.

Table 4 presents the main explanatory variables of our model, commonly referenced in the literature. These variables encompass the portfolio composition, management fees, and sustainability criteria represented by the sustainability score, thereby reflecting both financial and extra-financial dimensions of portfolio management. Fund size is included as a control variable, as it may potentially influence financial performance.

Table 4: Explanatory variables used in the following models

Independent or Control Variables	Description	Source	Expected Effects on the dependent variable & references
Asset Classes (Independent)	Assets in the sample funds.	FAIR database	Equities: Positive relationship Bonds: Negative relationship
Fees (Independent)	Ongoing management fees charged to subscribers.	Fund documentation	Negative relationship (Carhart, 1997; Galagedera et al., 2020)
Sustainability Score (Independent)	Distinctive elements implying selection based on stricter ESG criteria. Includes reduced diversification and stricter selection/exclusion methodologies (e.g., extra-financial labels, SFDR classifications).	Fund documentation	Negative relationship (Renneboog et al., 2008)
			Mixed effect of extra-financial indicators: (Darpeix & Mosson, 2021; Fox et al., 2023)
			Curvilinear relationship (positive and negative effects of extra-financial filters): (Barnett & Salomon, 2006; Capelle-Blancard & Monjon, 2014)
			Neutral effect of SRI : (Kim, 2019; Revelli & Viviani, 2015)
Fund Size (Control)	Several characteristics, including costs, are linked to fund size.	FAIR database	Negative relationship: (Chen et al., 2004; Pastor et al., 2015)
			Negligible relationship : (Darpeix & Mosson, 2021; Reuter & Zitzewitz, 2021)

Source: Author

4.2 Model construction

The empirical analysis relies on a linear regression on panel data to examine the relationship between the financial performance of funds and their determinants⁸². Four models are distinguished: models (1) and (2) seek to assess the impact of solidarity assets on financial performance while controlling for other asset classes (equities, equity funds, bonds...). As for models (3) and (4), they follow a similar approach but integrate additional explanatory variables such as management fees and the sustainability score. These four models aim to identify the main drivers of financial performance, with particular attention to the role of solidarity assets, management fees, and sustainability intensity.

Given its strong correlation with other explanatory variables (Appendix 3), the liquidity share (cash and money market funds) is excluded from the models.

Model (1) is formulated as follows:

$$y_{it} = \beta_0 + \alpha_i + \alpha_t + \beta_1 X_{it} + \beta_2 Z_{it} + \beta_3 T_{it} + \varepsilon_{it}$$

Where y_{it} represents the dependent variable, here the performance of investment funds, (X_{it}) represents the equity share in the fund, (Z_{it}) the share of solidarity assets, and (T_{it}) the equity fund share. Index (i) represents the fund, index (t) represents the year, (β_0) represents the model constant, (ε) the error term, (α_i) represents individual effects (fixed or random), and (α_t), time effects.

Model (2) includes fund share noted (W_{it}), bond share (V_{it}), and the solidarity share (Z_{it}) as follow:

$$y_{it} = \beta_0 + \alpha_i + \alpha_t + \beta_4 W_{it} + \beta_5 V_{it} + \beta_2 Z_{it} + \varepsilon_{it}$$

Model (3) explains performance by the equity share (X_{it}), solidarity share (Z_{it}), the level of ongoing fees (F_{it}) and sustainability score (S_{it}).

$$y_{it} = \beta_0 + \alpha_i + \alpha_t + \beta_1 X_{it} + \beta_2 Z_{it} + \beta_6 F_{it} + \beta_7 S_{it} + \varepsilon_{it}$$

Finally, Model (4) replaces the equity share with the fund share (W_{it}), while retaining the other explanatory variables.

$$y_{it} = \beta_0 + \alpha_i + \alpha_t + \beta_4 W_{it} + \beta_2 Z_{it} + \beta_6 F_{it} + \beta_7 S_{it} + \varepsilon_{it}$$

The inclusion of individual effects (α_i) helps control for heterogeneity specific to each fund, while time effects (α_t) capture aggregate shocks affecting all funds at a given date. This method

⁸² The regressions were performed using the R software.

helps control for the particularities of each fund and each period, thereby reducing potential bias due to unobserved characteristics that may affect performance.

To determine the most appropriate approach, we conducted a Hausman test. This test verifies whether individual and time-specific effects are correlated with the explanatory variables. If this is the case, a fixed-effects model is preferable. In our case, the Hausman test revealed that fund and time-specific effects were independent of the explanatory variables, justifying the use of the random effects approach. Consequently, the test allowed us to reject fixed-effects models in favour of random-effects models (Appendix 4).

Additionally, a Breusch-Pagan test was conducted to check for heteroscedasticity in the model residuals. Heteroscedasticity can render the Student's t-test unreliable for assessing coefficient significance. To correct this, we used White's (1980) method⁸³, ensuring robust and reliable standard errors for significance tests.

5. Results

5.1 Results of linear regressions

The results of the linear regressions assess the impact of asset composition, management fees, and the sustainability score on the financial performance of French solidarity-based funds. Across all models, the share of solidarity assets exhibits a negative and statistically significant effect on performance.

Table 5: Results of Models 1 and 2 analysing the effect of asset classes and solidarity on performance

	Model 1				Model 2	
(Intercept)	0.028	.		(Intercept)	0.103	***
	(1.95)				(4.26)	
% Equity	0.071	***		% Funds	-0.068	***
	(5.83)				(-3.50)	
% Equity Funds	0.063	**		% Bonds	-0.076	***
	(2.95)				(-5.05)	
% Solidarity	-0.539	***		% Solidarity	-0.655	**
	(-3.95)				(-2.74)	

*Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1 // Note: t-statistics in parentheses (standard errors are heteroskedasticity-robust) – random-effects models*

Model (1) examines the effect of the variables "equity", "equity funds", and "solidarity" to explain financial performance. In both models, the share of solidarity assets exerts a negative

⁸³ We used the "coeftest()" function with the "vcovHC" option (heteroskedasticity-consistent variance-covariance matrix) in R.

and significant effect on financial performance. An increase of 1% in the share of solidarity assets results in a performance decrease of 0.539% (Model 1) to 0.655% (Model 2).

Equities and equity funds contribute positively, while bonds and other fund components exert a negative influence. These findings reflect the market context during the 2020–2023 period, where equity markets outperformed fixed-income assets (see Appendix 2).

Table 6 introduces Models (3) and (4), which include management fees and the sustainability score alongside asset classes. Model (3) examines the effect of the variables "equity," "solidarity," "fees," and "sustainability" on financial performance. Model (4) analyses the effect of the variables "funds," "solidarity," "fees," and "sustainability score".

Table 6: Results of Models 3 and 4 analysing the effect of solidarity, sustainability score and fees on performance

	Model 3				Model 4		
(Intercept)	0.043	*		(Intercept)	0.074	**	
	(2.17)				(3.08)		
% Equity	0.050	***		% Funds	-0.031	*	
	(4.59)				(-2.24)		
% Solidarity	-0.357	**		% Solidarity	-0.444	*	
	(-2.99)				(-2.51)		
Fees	2.204	*		Fees	2.797	*	
	(2.10)				(2.38)		
Sustainability Score	-0.009	*		Sustainability Score	-0.010	*	
	(-2.44)				(-2.46)		

*Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1 // Note: t-statistics in parentheses (standard errors are heteroskedasticity-robust) – random-effects models*

Regarding the influence of the solidarity component, the negative effect of these assets remains consistent with previous models, leading to a performance decrease between -0.357% and -0.444% per additional percentage point.

Contrary to expectations from the literature (Carhart, 1997; Galagedera et al., 2020), management fees show a positive and significant effect on fund performance, which appears counterintuitive. This could reflect the impact of more expensive but potentially more rewarding risky management strategies. However, this effect might be biased by the specifics features of employee savings, where actual fees are sometimes compensated to minimize their impact on investors. We can assume that in our sample, the influence of management fees remains minimal.

The sustainability score has a negative and significant effect on performance, albeit with low amplitude (-0.009% to -0.010%). This suggests that, on average, funds with more stringent ESG criteria experience somewhat weaker returns. For instance, an increase in the sustainability

score from 5.5 to 7.5 will result in a 0.32% decrease in performance. This result diverges from the findings of Kim (2019) and Revelli & Viviani (2015), who observe a neutral impact of ESG criteria on performance. It also contrasts with Darpeix and Mosson's study, which highlights that durable funds labelled in France do not particularly underperform (Darpeix & Mosson, 2021). In our case, the results indicate that the high level of sustainability in solidarity-based funds could modestly reduce their performance if it increases too much.

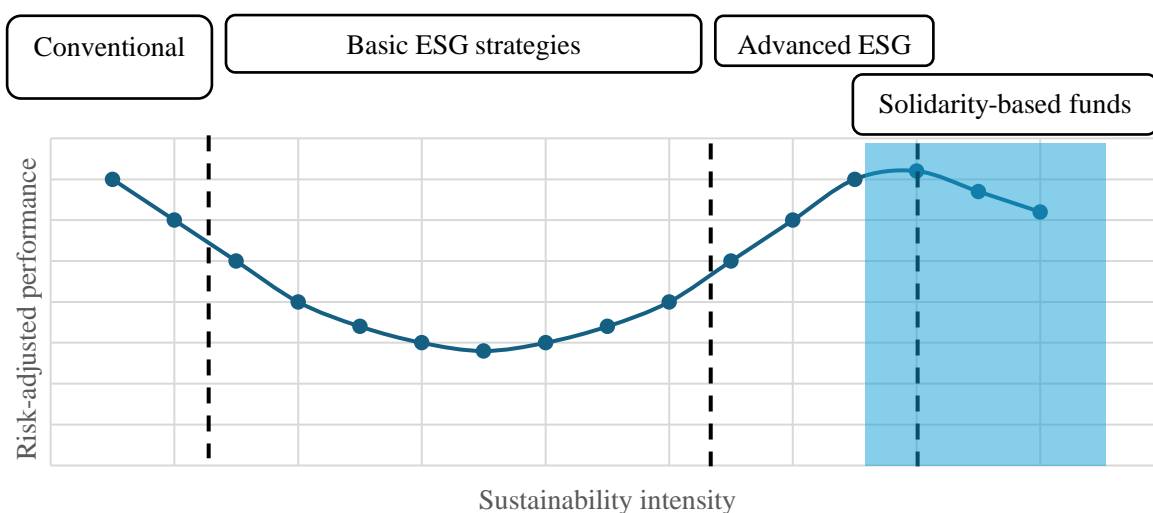
However, this average negative effect masks a more nuanced and theoretically grounded relationship. When introducing a quadratic specification of the sustainability score, the results reveal a curvilinear relationship⁸⁴: while moderate increases in sustainability enhance performance, exceeding a threshold (between a score of 4.3 and 4.7) leads to diminishing returns. This inverted U-shaped curve is illustrated in Figure 2.

This finding extends the theoretical framework developed by previous studies (Barnett & Salomon, 2006; Capelle-Blancard & Monjon, 2014), who identified a U-shaped relationship—initial ESG screening harmed performance, followed by improvement beyond a certain level. In contrast, the funds in our sample operate at the upper end of the sustainability spectrum, suggesting that excessive ESG constraints may begin to impair returns. This inverted U-shape can therefore be seen as a natural continuation of the ESG–performance continuum, with solidarity-based funds occupying the right-hand segment.

Our contribution is twofold: first, we provide empirical validation of a non-linear sustainability–performance relationship using an original indicator; second, we identify a sustainability threshold, above which additional ESG layers may reduce financial returns. These insights are particularly relevant for fund managers seeking to balance ESG ambition with competitive performance.

⁸⁴ This result is based on additional specifications including the sustainability score and its squared term (Score^2) to test for non-linearity. The sustainability score was first introduced in a univariate regression ($\text{Score} + \text{Score}^2$), then in a multivariate context alongside solidarity assets ($\text{Score} + \text{Score}^2 + \text{control variables}$). In both cases, the quadratic term was statistically significant, and the turning point was consistently estimated between 4.3 and 4.7, confirming the presence of an inverted U-shaped relationship.

Figure 2: Conceptual visualisation of the curvilinear relationship between sustainability intensity and risk-adjusted financial performance



Source: Author

Broadly speaking, all four models confirm that the share of solidarity assets negatively affects performance, with a decrease ranging from -0.36% and -0.65% per additional percentage point. This challenges Hypothesis 2, which posits superior performance for solidarity-based funds. Meanwhile, Hypothesis 1, which suggests similar performance to conventional funds, is only partially supported: returns remain close to benchmarks, but the combined weight of solidarity holdings and high ESG intensity can constrain outcomes.

Yet these results also reveal hidden stabilising effects. Both responsible investment constraints and solidarity assets may dampen volatility and enhance resilience—particularly during periods of market turmoil (see Tables 2 & 3, Figure 1). Moreover, the observed curvilinear relationship indicates that solidarity-based funds are not inefficient by nature. On the contrary, performance depends on where they fall along the ESG intensity spectrum, which is consistent with the findings of previous studies (Barnett & Salomon, 2006; Capelle-Blancard & Monjon, 2014), and a sufficiently high—but not excessive—level of sustainability can offset the negative effects predicted by MPT.

In sum, performance is shaped by where funds fall along the ESG intensity spectrum. Solidarity-based funds may adopt strategies that enable them to achieve returns comparable to—or in some cases even exceeding—those of conventional funds. Yet beyond a certain point, an overly stringent responsible strategy may lead to underperformance. Recognising and managing this trade-off is therefore essential for fund managers seeking to align social ambition

with long-term financial sustainability. Recognising and managing this trade-off is essential for fund managers aiming to balance social ambition with long-term competitiveness.

5.2 Robustness of the models

To ensure the robustness of the results, we assess whether the key effects identified—particularly those related to management fees, the sustainability score, and the share of solidarity assets—may be driven by methodological issues such as multicollinearity, model over-specification, or variable-specific biases. We also test whether the exclusion of certain variables (e.g., fund size) or the inclusion of specific funds (e.g., solidarity FPS) materially affects the relationships observed.

First, the limited significance of the "fees" and "sustainability" variables does not appear to stem from multicollinearity or model saturation. The coefficients associated with these variables remain stable in simplified model specifications, suggesting that their explanatory power is intrinsically limited in this context.

Second, the "size" variable does not exhibit statistical significance in any of the models tested, and its inclusion does not alter the sign or magnitude of other coefficients. This confirms that fund size is not a direct determinant of performance within this sample, aligning with the findings of Reuter and Zitzewitz (2021).

Finally, the inclusion of FPS-type solidarity funds—characterised by near-zero performance and the absence of listed financial assets—dilutes the apparent effect of solidarity assets in certain models. The resulting loss of statistical significance does not reflect a structural change in the relationship between solidarity assets and performance, but rather a distortion introduced by the specific characteristics of FPS funds.

Conclusion

Considering the strong growth of the SRI fund market in France, solidarity-based funds stand out as distinctive vehicles. Their composition differs somewhat: they are required to invest 5% to 10% of their assets in unlisted holdings (typically low-yielding) and generally apply rigorous ESG filters to the remaining 90%. Despite competing with both conventional and SRI funds, solidarity-based funds have consistently attracted substantial investment from savers. Yet until now, no comprehensive study had analysed the financial performance of solidarity-based funds, leaving savers and industry professionals reliant on preconceived ideas. This study aims to assess the financial performance of French solidarity-based funds. The idea is to see whether these funds can balance competitive returns while supporting high-impact

social and solidarity economy enterprises and avoiding investments that exacerbate social and environmental crises. Based on a representative sample of 49 solidarity funds, the analysis offers new insights into the financial consequences of integrating non-financial considerations. Several key findings emerge from both statistical and econometric methods:

First, the statistical analysis shows that solidarity-based funds tend to underperform major indices during bullish markets but demonstrate greater resilience during downturns. Fixed-income funds outperform their benchmarks on average, whereas equity and mixed funds slightly underperform. Overall, these funds exhibit relative performances close to their benchmarks. When risk is considered using the information ratio, risk-adjusted returns are predominantly negative, though some funds exhibit strong risk-adjusted performance. Additionally, beta coefficients reveal that nearly all funds are less volatile than their respective benchmarks.

Second, the econometric analysis confirms and complements the statistical results presented above, highlighting three key findings: (1) A negative relationship between performance and the share of solidarity assets (-0.36% to -0.65% per additional percentage point), likely due to the social mission of SSE enterprises, which prioritise social impact over profitability; (2) a modest negative influence of the sustainability score on performance, potentially reflecting portfolio constraints from ESG exclusions, thematic strategies, regulatory burdens, or transparency requirements; (3) An absence of a significant effect of fund size, while the effect of management fees remains ambiguous. This suggests that costs associated with responsible and solidarity-based management are offset by long-term advantages or borne elsewhere.

These results allow us to re-examine the two initial hypotheses. Hypothesis 1, suggesting that solidarity-based funds perform comparably to conventional funds, is only partially supported. Hypothesis 2, which posited that solidarity-based funds outperform conventional funds, is clearly challenged: the observed returns do not support a consistent outperformance. Although their average returns remain close to their benchmarks, the data reveal that certain structural features—particularly high ESG intensity and solidarity holdings—can impose a financial cost in some cases. However, the presence of solidarity assets alone does not fully explain the underperformance observed across the sample. While these assets may weigh on returns, they also contribute to portfolio stability. The same can be said for responsible investment constraints: although they may restrict diversification and increase operational complexity, they appear to reduce volatility and enhance resilience during market downturns. This dual effect illustrates a fundamental trade-off between financial optimisation and extra-financial commitment.

Beyond average effects, this study reveals an important non-linear dynamic. By introducing a quadratic specification of the sustainability score, we uncover a curvilinear relationship between ESG intensity and performance: returns improve up to a certain point (between scores of 4.3 and 4.7), after which additional ESG constraints correlate with diminishing performance. This inverted U-shaped pattern extends the theoretical continuum initiated by Barnett and Salomon (2006), who found the opposite (a U-shape). Together, these patterns suggest that responsible investing follows a trajectory of increasing returns up to a threshold—after which “too much” responsibility may hinder financial performance. In this continuum, solidarity-based funds are located at the upper end of the ESG spectrum.

Nonetheless, this study is not without limitations. The analysis is shaped by a period of high market volatility (COVID-19, rate hikes, geopolitical crises), which may have influenced fund behaviour and investor preferences. Future research should test these findings over longer time horizons and under more stable conditions.

The results of this study highlight the challenges faced by solidarity-based funds in reconciling social impact and financial returns. The negative relationship between solidarity and sustainability criteria, on the one hand, and returns and risk, on the other, reflects the cost of pursuing social impact. Moreover, the moderately negative effect of sustainability criteria underscores that a well-executed sustainable strategy can remain competitive. Indeed, although not widely recognized, the funds analysed in this study may be among the most sustainable in France. This raises important questions about the ability of asset managers to assess and report the socio-environmental impact of their solidarity-based and responsible investments. Beyond fostering greater transparency, such efforts could provide investors with concrete and informative metrics about the trade-offs they make between financial returns and social impact.

Furthermore, some funds feel the need to accumulate extra-financial labels, particularly in France where several coexists, and where the SFDR seems to be one more. The reliance on a sustainability score as a proxy to assess fund sustainability—in the absence of standardised ratings—underscores the need for further research on this topic, particularly to assess the real level of sustainability and what it is implying in terms of practices and investments. In fact, different types of funds, each reflecting varying degrees of commitment to sustainability, coexist yet often exhibit similar guarantees or characteristics, creating challenges in differentiating their genuine levels of engagement. This coexistence complicates investors' ability to clearly distinguish among funds based solely on their declared sustainability approaches. Finally, the absence of a harmonised methodology for impact assessment presents a significant obstacle, hindering accurate comparisons across funds. Future research could

beneficially enhance the sustainability score developed in this article, refining its capacity to capture and accurately represent funds' true levels of sustainability commitment—for instance, by explicitly integrating and appropriately weighting various indicators reflective of funds' sustainability and impact strategies.

Appendix 1: Methodology for constructing the sustainability score

To assess the sustainability commitment of the funds in our sample, we developed a composite sustainability indicator based on several specific criteria, weighted according to their evolution over time. This indicator is designed to reflect, in a weighted and differentiated manner, the sustainability efforts of the funds, considering the certifications and labels associated with each fund as well as their combination.

Identification of Sustainability Criteria

Six sustainability criteria were identified in the sample of solidarity-based funds:

- Articles 8 and 9 of the SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation): These classifications are defined by the SFDR, which imposes transparency requirements on financial products regarding sustainability.
 - Article 8: Applies to funds that promote environmental or social characteristics without making them the primary objective.
 - Article 9: Targets funds explicitly aiming for a measurable sustainability objective, with stricter compliance and sustainability requirements than Article 8 funds.
- ISR Label: Created in 2016 by the French Ministry of Economy and Finance, certifying funds that incorporate ESG criteria into their management. Widely used in France, it identifies responsible funds.
- Finansol Label: Created in 1997 by the Finansol association, this label distinguishes solidarity finance products, ensuring that investments finance projects with strong social or environmental impact, such as social housing or job integration. It is the only extra-financial label identifying solidarity-based savings products with a significant social impact.
- Greenfin Label: Created in 2017 by French Ministry of Ecological and Solidarity Transition, awarded to funds financing ecological transition projects, excluding sectors related to fossil fuels and nuclear energy.
- CIES Label (for *Comité Intersyndicale de l'Epargne Salariale* - Inter-union Employee Savings Committee), established in 2002 by trade unions, promotes socially responsible investment (SRI) through stringent ESG criteria, exclusion of controversial industries, and active shareholder engagement. Developed in collaboration with employee unions, this label is granted to employee savings funds integrating ESG criteria and adhering to governance standards favouring employee rights.

Assignment of Points for Presence

Each fund receives one point for each sustainability criterion met, with a maximum of five points per fund based on the number of certifications and sustainability labels it holds. In our sample, funds accumulate up to four sustainability criteria.

Annual Weighting of Criteria

To reflect the evolving recognition and importance of different sustainability criteria over time, each criterion is weighted differently for each year from 2020 to 2023. For example:

- In 2023, Article 9 of the SFDR is assigned a coefficient of 2.5, emphasizing its prominent role as an impact investment criterion. In 2021, when the technical regulation governing these articles had not yet been published, funds could assign themselves the sustainability criterion without fully understanding its implications, resulting in a coefficient of 1. In 2020, this coefficient is 0, reflecting the regulation's non-application at that time.
- The Greenfin Label is assigned a coefficient of 1.8 in 2023 and 1.5 in 2020. The Greenfin label has progressively strengthened its criteria from 2021 to 2024-2025, including enhanced transparency, partial exclusions for controversial activities, integration of the European Taxonomy, stricter performance thresholds, and advanced environmental indicators.
- The ISR Label has a coefficient of 0.5 in 2020 and 0.7 in 2021 due to increased transparency requirements starting in July 2020. With strengthened reporting and exclusion criteria, the coefficient increases to 1 in 2022 and 1.5 in 2023. We hypothesize that stakeholders anticipated the enhanced sustainability requirements outlined in the 2024 ISR label regulations.
- A similar approach was applied to the Finansol Label, which gradually increased its reporting and impact requirements from 2020, integrating impact measurement in 2023 and new sectoral exclusion criteria in 2024. The coefficient rises from 1.5 in 2020–2021 to 2 in 2023–2024.
- The CIES label emphasises transparency, impact measurement aligned with the SDGs and Paris Agreement, and continuous evolution towards stricter environmental and social standards. The coefficient rises from 1 in 2020 to 1.5 in 2022-2023.

This annual weighting accounts for the growing importance of certain labels and classifications over time.

Bonus for Combining Sustainability Criteria

A bonus system was introduced to reward funds meeting multiple sustainability criteria, reflecting a higher level of commitment. Bonuses are applied as follows:

- 2 criteria: +1 additional point
- 3 criteria: +1.5 additional points
- 4 or more criteria: +2 additional points

This bonus differentiates funds with a single certification from those engaging on multiple fronts, thus enhancing their overall sustainability score. We hypothesize that meeting multiple sustainability criteria is challenging and signifies a heightened commitment to responsible strategies.

Final Sustainability Score Calculation

The final score for each fund is calculated by summing:

- The points assigned for each criterion met, multiplied by the coefficient for the year.
- The bonus earned for meeting multiple criteria.

The score is calculated annually for the 2020–2023 period, allowing the evolution of investment fund sustainability commitments to be tracked over time.

Conclusion

This sustainability indicator is designed to provide a nuanced and dynamic view of the sustainability efforts of French solidarity-based funds. It captures the diversity and intensity of commitment based on the labels and certifications acquired by each fund while accounting for the normative and regulatory evolution shaping sustainable finance.

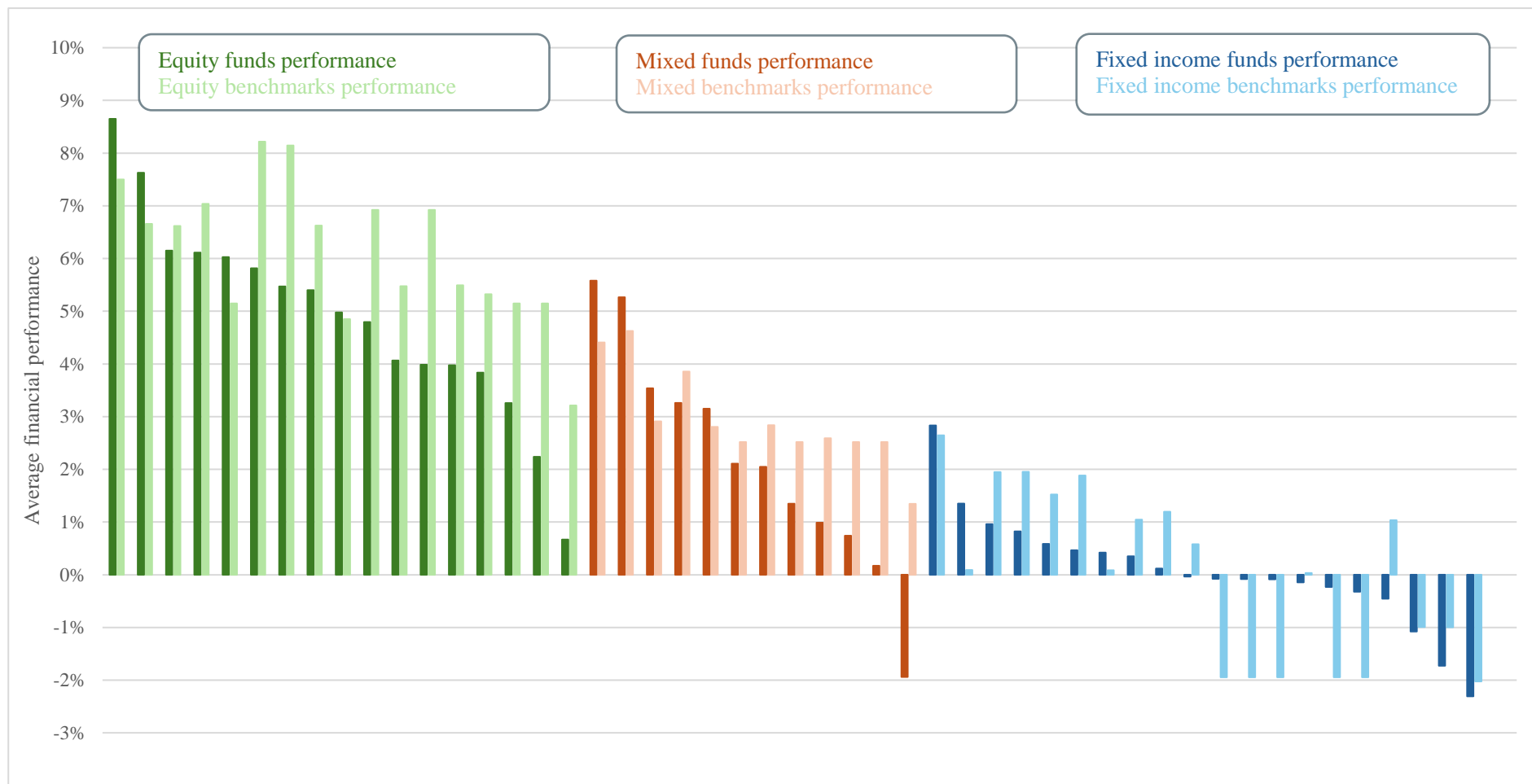
Table 7: Annual weighting of criteria for the sustainability score

Year	SFDR Article 9	SFDR Article 8	ISR Label	Finansol Label	Greenfin Label	CIES Label
2020	0	0	0.5	1.5	1.5	1
2021	1	0.8	0.7	1.5	1.5	1
2022	2	1	1	2	1.8	1.5
2023	2.5	1	1.5	2	1.8	1.5

Source: Author

Appendix 2: Average funds' performance by category

Figure 3: Average performance of funds by category – Equity funds, mixed funds, fixed-income funds (2020-2023)



Source: Author

Appendix 3: Correlation coefficients of explanatory variables

Table 8: Correlation coefficients and significance of correlations (2020-2023)

		1.	2.	3.	4.	4.1	4.2	5.	6.	7.	8.	9.
1.	Performance	1										
2.	Equity	0.145 (0.043)	1									
3.	Bonds	-0.084 (0.240)	-0.202 (0.004)	1								
4.	Funds	-0.03 (0.680)	-0.686 (0.000)	-0.533 (0.000)	1							
4.1	Equity Funds	0.036 (0.620)	-0.331 (0.000)	-0.228 (0.001)	0.428 (0.000)	1						
4.2	Bond Funds	-0.084 (0.245)	-0.253 (0.000)	-0.346 (0.000)	0.342 (0.000)	0.204 (0.004)	1					
5.	Cash & Monetary Funds	-0.1 (0.164)	-0.03 (0.679)	-0.135 (0.059)	-0.111 (0.120)	-0.077 (0.283)	0.423 (0.000)	1				
6.	Solidarity	-0.089 (0.216)	0.321 (0.000)	0.208 (0.003)	-0.554 (0.000)	0.252 (0.000)	0.296 (0.000)	0.35 (0.000)	1			
7.	Size	0.048 (0.519)	0.057 (0.471)	0.079 (0.031)	-0.096 (0.039)	0.095 (0.013)	0.028 (0.232)	-0.106 (0.045)	0.2 (0.000)	1		
8.	Fees	0.115 (0.109)	0.285 (0.000)	-0.252 (0.000)	-0.063 (0.378)	0.345 (0.000)	-0.031 (0.668)	-0.02 (0.783)	0.201 (0.005)	0.125 (0.006)	1	
9.	Sustainability Score	-0.047 (0.510)	0.162 (0.023)	-0.049 (0.495)	-0.074 (0.300)	0.066 (0.361)	-0.003 (0.970)	-0.149 (0.037)	0.095 (0.187)	0.301 (0.000)	0.463 (0.000)	1

Correlation coefficient / p-value in parentheses

Source: Author

Appendix 4: Tests results

Hausman Test: Comparison of Fixed and Random Effects

To determine the most appropriate approach, a Hausman test was conducted to compare fixed-effects and random-effects models.

Table 9: Hausman tests results

Model	Chi ²	p-value
Model 1	1.91	0.592
Model 2	2.48	0.479
Model 3	5.44	0.245
Model 4	6.04	0.196

Source: Author's calculations

None of the p-values are below the 5% threshold, indicating that for all models, individual and time effects are independent of the explanatory variables. Therefore, the random-effects approach was deemed the most appropriate.

Heteroscedasticity Test: Breusch-Pagan Test

A Breusch-Pagan test was performed for each model to check for heteroscedasticity in the residuals. The p-values of the tests, ranging between 3.49×10^{-4} and 1.35×10^{-5} , are all below 0.05. This allows us to reject the hypothesis of constant residual variance in each case.

Multicollinearity Tests

To check for multicollinearity in the models, Variance Inflation Factors (VIF) were calculated for the explanatory variables. The VIF values obtained range between 1.11 and 1.67, indicating low multicollinearity. These results confirm that multicollinearity does not significantly impact the coefficient estimates in our models.

Appendix 5: Model results – 56 solidarity funds (Including FPS)

Table 10: Results of Models (1) & (2) – 56 funds (Including FPS)

Model 1			Model 2		
(Intercept)	0.005		(Intercept)	0.053	***
	(0.25)			(4.11)	
% Equity	0.051	***	% Funds	-0.038	**
	(5.26)			(-3.20)	
% Equity Funds	0.039	*	% Bonds	-0.061	***
	(2.07)			(-5.92)	
% Solidarity	-0.010		% Solidarity	-0.071	***
	(-1.21)			(-4.94)	

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1 // Note: t-statistics in parentheses (standard errors are heteroskedasticity-robust) – random-effects models

Table 11: Results of Models (3) & (4) – 56 funds (Including FPS)

Model 3			Model 4		
(Intercept)	0.014		(Intercept)	0.032	
	(0.75)			(1.61)	
% Equity	0.039	***	% Funds	-0.013	
	(4.03)			(-1.37)	
% Solidarity	-0.004		% Solidarity	-0.021	
	(-0.22)			(-0.95)	
Fees	1.380	*	Fees	1.934	*
	(2.12)			(2.50)	
Sustainability Score	-0.004		Sustainability Score	-0.005	
	(-1.36)			(-1.57)	

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1 // Note: t-statistics in parentheses (standard errors are heteroskedasticity-robust) – random-effects models

In the above models, the inclusion of seven FPS-type funds in the sample significantly alters the correlations between performance and other variables, leading to different results. These FPS funds contain no listed equities, bonds, or other investment funds and exhibit near-zero performance. Their presence in the sample affects the correlation levels between explanatory variables and performance.

While the relationship between the share of solidarity assets and performance remains generally negative, its apparent influence diminishes or disappears. This is due to the low returns of FPS funds, which distort results without reflecting real changes in the interaction between solidarity assets and performance. In other words, the loss of significance is not due to a genuine change in the relationship between performance and solidarity assets but is an artifact arising from FPS characteristics that bias correlations.

This phenomenon is reflected in the loss of significance of the solidarity variable in three out of four models. This is not caused by increased multicollinearity but rather by the absence of a real effect of this variable in this expanded sample.

Appendix 6: The inverted U-shaped curvilinear relationship between sustainability and financial performance

Table 12: Results of models testing the curvilinearity of the sustainability score

	Model 5				Model 6		
(Intercept)	-0.031			(Intercept)	-0.038		
	(-0.93)				(-1.05)		
% Equity	0.053	***	-				
	(4.98)						
% Solidarity	-0.273	*	-				
	(-2.53)						
Sustainability Score	0.031	*		Sustainability Score	0.031	*	
	(2.24)				(2.38)		
(Sustainability Score) ²	-0.004	*		(Sustainability Score) ²	-0.003	*	
	(-2.46)				(-2.51)		

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1 // Note: t-statistics in parentheses (standard errors are heteroskedasticity-robust) – random-effects models

Model (5) explains performance by the equity share (X_{it}), solidarity share (Z_{it}), sustainability score (S_{it}), and squared sustainability score (S_{it}^2):

$$y_{it} = \beta_0 + \alpha_i + \alpha_t + \beta_1 X_{it} + \beta_2 Z_{it} + \beta_7 S_{it} + \beta_8 S_{it}^2 + \varepsilon_{it}$$

The turning point of this quadratic relationship, representing the level of the sustainability score at which performance reaches its maximum before starting to decline, is calculated using this standard formula:

$$\text{Turning point} = -\frac{\beta_7}{2\beta_8} = -\frac{0.031}{2 * (-0.004)} = 4.36$$

Based on the coefficients β_7 and β_8 , the turning point is approximately 4.36. This result suggests that the positive effect of sustainability practices on fund performance holds up to a sustainability score of about 4.4, beyond which the marginal contribution of additional sustainability becomes negative.

In simplified model (6), which includes only the sustainability score (S_{it}) and its squared term (S_{it}^2), the turning point is estimated at approximately 4.68. These results suggest that the actual threshold likely lies somewhere between 4.3 and 4.7.

Conclusion générale de la thèse

Les trois articles qui composent cette thèse proposent une analyse approfondie des dynamiques, des pratiques et de la performance financière des fonds d'investissement solidaires en France. En s'appuyant sur une pluralité d'approches, historique, institutionnelle, qualitative et économétrique, ces travaux éclairent les transformations à l'œuvre dans la finance solidaire, désormais prise dans un processus d'institutionnalisation croissante et de rapprochement avec les standards de la finance responsable et de la finance à impact. L'analyse conduite souligne à la fois les apports, les tensions et les limites de cette hybridation contemporaine entre logiques financières et objectifs solidaires. Cette conclusion revient sur les principaux enseignements de la recherche, en mettant en perspective les résultats obtenus et les questionnements qu'ils suscitent, tant pour la recherche académique que pour la pratique des acteurs du secteur.

Un essor rapide des fonds solidaires et une complexification de l'intermédiation

Le premier enseignement de cette thèse tient à la montée en puissance des fonds d'investissement solidaires en France, dont l'essor rapide depuis les années 2000 a profondément redessiné le paysage de la finance solidaire. Portés par une série de réformes législatives (lois Fabius, Fillon, LME, PACTE) et par une demande croissante pour des produits d'épargne à vocation responsable, les fonds dits « 90-10 » se sont imposés comme le principal canal d'intermédiation de l'épargne solidaire. Leur principe repose sur une structuration hybride, combinant une poche majoritaire investie dans des actifs cotés, souvent gérés selon une logique ESG, et une poche solidaire, représentant entre 5 et 10 % de l'encours, dédiée au financement d'entreprises à utilité sociale.

Si cette dynamique a contribué à massifier l'épargne solidaire, elle s'est également accompagnée d'une transformation de la nature même des dispositifs de financement. L'analyse conduite dans le premier article met en évidence un allongement significatif de la chaîne d'intermédiation, qui tend à éloigner l'épargnant du bénéficiaire final. En déléguant la gestion de la poche solidaire à des financeurs spécialisés ou à des Fonds Professionnels Spécialisés (FPS), les fonds « 90-10 » ont introduit une logique de fragmentation de l'allocation du capital, où plusieurs niveaux d'intermédiaires se superposent dans le processus de sélection, de financement et de suivi des projets soutenus.

Ce phénomène n'est pas sans effet sur la nature et l'ampleur du financement réellement dirigé vers les opérateurs solidaires de terrain. D'une part, l'existence de « doubles comptes » générés par l'imbrication entre FPS et fonds « 90-10 » rend parfois trompeuse l'évaluation de la part

effective de l'épargne investie dans les entreprises de l'ESS. D'autre part, cette architecture favorise une forme de dilution de l'impact, dans la mesure où la multiplication des niveaux d'intermédiation accroît les coûts de gestion, complexifie la traçabilité des flux et fragilise la lisibilité des résultats extra-financiers.

Au cœur de cette transformation se situe le rôle central des financeurs solidaires. Plutôt que de financer directement les opérateurs (comme des foncières solidaires), les fonds « 90-10 » privilégient majoritairement l'investissement dans ces financeurs, eux-mêmes chargés d'opérer la sélection des entreprises financées. Cette délégation, si elle peut s'avérer efficace en termes de mutualisation du risque, interroge néanmoins la capacité du dispositif à rester fidèle à l'ambition initiale de la finance solidaire : celle d'un financement de proximité, orienté vers les acteurs les plus fragiles, les projets émergents, ou les solutions de long terme plus complexes.

Ainsi, derrière l'apparente réussite quantitative des fonds solidaires se dessinent les contours d'une recomposition plus ambivalente. L'institutionnalisation de la finance solidaire, permise par l'essor de ces véhicules d'investissement, s'accompagne d'un mouvement de financiarisation de ses pratiques, où les logiques de rendement, de gestion du risque et de la gestion des liquidités tendent à réordonner les priorités du financement solidaire. Ce premier constat invite dès lors à interroger les effets de cette financiarisation sur les arbitrages entre rentabilité, sécurité du capital et utilité sociale, mais aussi sur la gouvernance des projets financés et sur la nature des entreprises éligibles au financement.

Des tensions et rapprochements entre finance solidaire et finance à impact

Le deuxième enseignement majeur de cette thèse concerne l'évolution des frontières entre finance solidaire et finance à impact, ainsi que les tensions que ce rapprochement progressif suscite. Le deuxième article, centré sur l'étude de cas de deux fonds solidaires au sein d'une même société de gestion, met en lumière les stratégies différentes que peuvent adopter les gestionnaires dans la conciliation, toujours délicate, entre objectifs financiers et finalité sociale.

Loin d'une opposition simple entre modèles « *finance first* » et « *impact first* », les résultats de cette étude montrent que les arbitrages entre rentabilité et impact ne se traduisent pas par une dichotomie rigide, mais par une série de compromis, d'ajustements et de recompositions. Le premier fonds, d'orientation plus financière, mobilise une stratégie ESG rigoureuse, s'appuie sur une politique d'engagement actionnarial active, tout en consacrant une poche limitée à des actifs solidaires non cotés. Le second, orienté prioritairement vers l'impact, finance exclusivement des entreprises solidaires, mais reste confronté à la nécessité d'exiger de ses

bénéficiaires certaines garanties de solvabilité, de maturité économique et de liquidité, afin de respecter les contraintes de gestion inhérentes à la nature de ses clients : les fonds « 90-10 ».

Cette étude révèle ainsi que la cohabitation entre logique financière et ambition sociale, souvent présentée comme contradictoire, s'opère dans les faits à travers une série de dispositifs qui tendent à rapprocher les pratiques. L'intégration de critères extra-financiers dans les décisions d'investissement, qu'il s'agisse de critères ESG ou de dispositifs de mesure d'impact, constitue un terrain de convergence où les distinctions entre finance responsable, finance solidaire et finance à impact deviennent progressivement poreuses.

Pour autant, cette hybridation des pratiques n'est pas exempte de tensions. La question de l'additionnalité, c'est-à-dire de la capacité d'un financement à produire des effets qui n'auraient pas eu lieu en l'absence de cet apport, reste particulièrement délicate à établir, notamment lorsque les investissements portent sur des actifs cotés ou sur des entreprises déjà stabilisées/matures. Si la finance à impact revendique l'intentionnalité, la mesurabilité et l'additionnalité comme piliers de son identité, la pratique révèle la difficulté à vérifier empiriquement ces dimensions. En particulier dans les fonds « 90-10 » où la contribution à l'impact social et environnemental reste marginale par rapport à l'ensemble du portefeuille investi, ce qui limite la portée de l'effet global.

La mesure de l'impact social et environnemental elle-même reste marquée par une forte hétérogénéité méthodologique. Le cas étudié montre que les fonds à vocation solidaire mobilisent des approches variées, allant de la simple labellisation et de la mesure agrégée des résultats des entreprises, à des dispositifs plus sophistiqués alignés sur les Objectifs de Développement Durable (ODD) et les accords de Paris. Cette diversité des référentiels rend difficile toute comparaison systématique entre fonds, tout en alimentant le risque d'« *impact washing* », c'est-à-dire la revendication d'une utilité sociale sans véritable démonstration rigoureuse de l'impact produit.

Enfin, l'étude met en évidence une tension structurelle entre les dispositifs de reporting extra-financier, principalement conçus pour répondre aux attentes des investisseurs et des régulateurs, et les pratiques concrètes des différents types de fonds étudiés. Cette tension se manifeste particulièrement dans le contraste entre les stratégies de communication du fonds « *finance first* » et celles du FPS « *impact first* ». Le premier, bien qu'affichant une vocation solidaire, mobilise largement les outils de l'ISR, avec des indicateurs originaux et standardisés alignés sur les référentiels internationaux (indicateurs ESG, ODD, Accord de Paris), mais appliqués principalement à la poche « 90 % » d'actifs cotés. À l'inverse, le FPS solidaire, davantage

orienté « impact first », reste fidèle aux pratiques historiques de la finance solidaire, privilégiant directement des indicateurs sociaux qualitatifs liés aux statuts des entreprises financées (agrément ESUS, statuts des entreprises, mesure de résultats) plutôt qu'à des métriques financières internationales. Le fonds *impact first* n'a pas besoin de mettre en avant ni son additionnalité ni son intentionnalité, elles vont de soi grâce aux dispositifs conçus par l'Etat et au cadre légal entourant l'ESS.

Ce décalage ne relève donc pas simplement d'un déficit de consensus méthodologique : il reflète la coexistence de logiques d'évaluation distinctes, révélant que l'immixtion des standards de la finance à impact dans l'univers de la finance solidaire demeure partielle. Si les fonds «90-10» témoignent d'une hybridation avancée, où les pratiques de la finance conventionnelle pénètrent profondément la conception du reporting extra-financier, les FPS solidaires apparaissent, quant à eux, comme des possibles espaces de relative « résistance » à cette normalisation, continuant de s'appuyer sur des approches propres à l'histoire de la finance solidaire.

Ainsi, loin de toute opposition frontale entre logique financière et finalité solidaire, les résultats de ce second article soulignent que les arbitrages se jouent sur un *continuum* de pratiques, où les frontières entre finance solidaire, finance responsable et finance à impact s'entrelacent, se brouillent et se recomposent. Cette dynamique pose la question du maintien d'une spécificité critique de la finance solidaire dans un environnement où la standardisation des outils d'évaluation et la professionnalisation des pratiques tendent à aligner ses dispositifs sur ceux de la finance conventionnelle.

Une performance financière marquée par la contrainte de sélection et la faible volatilité

Le troisième article de cette thèse vient compléter le tableau en apportant une analyse quantitative de la performance financière des fonds solidaires, à partir d'une base de données originale couvrant 49 fonds dits « 90-10 » sur la période 2020-2023. Cette analyse permet d'évaluer, les effets concrets de ces stratégies hybrides sur la rentabilité des fonds.

Loin de confirmer l'idée d'une sous-performance massive souvent associée aux placements à visée sociale, les résultats économétriques révèlent une situation plus nuancée. Les fonds solidaires affichent, en moyenne, une performance proche de celle de leurs indices de référence, avec des écarts modestes oscillant entre -0,7 et -1,2 point de pourcentage selon les catégories de fonds (actions, mixtes), et même des rendements relatifs supérieurs pour les fonds obligataires. Il est cependant important de souligner que ces benchmarks intègrent

volontairement une part de placements monétaires, de manière à neutraliser l'effet de la poche solidaire dans la comparaison. Cette approche, en ajustant l'indice de référence, permet de rendre les performances comparables, mais elle masque partiellement l'effet propre de la poche solidaire.

De ce fait, la légère sous-performance relative observée ne peut être directement imputée à la seule poche solidaire, elle résulte plutôt d'un équilibre complexe. D'une part, les contraintes extra-financières imposées par les engagements solidaires et responsables peuvent peser sur la performance. D'autre part, les performances obtenues par la poche « 90 % » d'actifs cotés, gérés selon des stratégies ESG, ainsi que la diversification apportée par la sélection responsable et solidaire, contribuent à maintenir la compétitivité de ces fonds. En clair, la poche majoritaire « 90 » semble apporter un rendement suffisant, tout en jouant un rôle protecteur face aux fortes fluctuations des marchés. Cette fonction défensive est renforcée par la présence des actifs solidaires, qui contribuent eux aussi à limiter la volatilité globale du portefeuille en apportant un autre type de diversification. L'analyse des coefficients bêta révèle que ces fonds sont globalement moins sensibles aux fluctuations du marché, avec des bêtas inférieurs à 1 dans la majorité des cas. Si cette moindre sensibilité aux marchés pouvait apparaître comme un désavantage en période de croissance boursière prolongée, elle s'est révélée précieuse dans un contexte récent marqué par une forte instabilité.

L'étude met également en évidence que cet effet positif des critères ESG sur la performance n'est pas linéaire. Le recours à un score composite de durabilité, incluant les différents labels (ISR, Finansol, Greenfin, CIES) et classifications SFDR, révèle une relation curvilinéaire entre intensité des critères de durabilité et rendement financier : les engagements responsables contribuent à la performance jusqu'à un certain seuil, au-delà duquel les contraintes imposées finissent par peser sur la rentabilité. Cette dynamique témoigne de l'existence d'un optimum dans l'équilibre entre durabilité et performance, qui invite à nuancer la vision d'une relation simple entre exigences extra-financières et rendement.

Dans le contexte instable de la période étudiée (crise sanitaire, remontée des taux d'intérêt, tensions géopolitiques), les fonds solidaires se sont plutôt démarqués financièrement tout en finançant des entreprises à forte utilité sociale. En se limitant à une lecture strictement financière, centrée sur la maximisation du rendement, on passe à côté de la fonction stabilisatrice que peuvent jouer ces véhicules dans une allocation d'actifs diversifiée. La réduction de la volatilité et la moindre corrélation avec les marchés traditionnels renforcent l'intérêt des fonds solidaires dans une stratégie patrimoniale visant à combiner objectifs sociaux et gestion prudente du risque.

Ce résultat souligne l'importance d'un calibrage réfléchi des exigences extra-financières dans la gestion des fonds solidaires. Une stratégie de durabilité trop ambitieuse, accumulant les labels et les filtres, risque de réduire les opportunités d'investissement au point de limiter la performance, sans pour autant garantir une utilité sociale plus élevée. À l'inverse, un équilibre mesuré entre exigences de durabilité et flexibilité dans la sélection des actifs permet de concilier, dans une certaine mesure, rendement financier, stabilité et engagement solidaire.

En définitive, cette analyse empirique apporte une contribution originale au débat sur la rentabilité des fonds responsables et solidaires. Elle invite à dépasser l'alternative caricaturale entre performance et impact, au profit d'une lecture plus complexe des arbitrages entre diversification, gestion du risque et exigences extra-financières. Elle souligne également l'importance de repenser les indicateurs d'évaluation des fonds solidaires, en intégrant pleinement leur rôle stabilisateur et leur contribution à la finance inclusive, plutôt que de se limiter à une comparaison brute avec les benchmarks conventionnels, qui ne rendent pas compte de la complexité des arbitrages entre performance financière, gestion du risque et contribution sociale.

Limites, points aveugles et perspectives de recherche

Si les analyses développées dans cette thèse permettent d'apporter un éclairage approfondi sur les dynamiques des fonds d'investissement solidaires, elles n'en demeurent pas moins soumises à plusieurs limites méthodologiques et contextuelles. Identifier ces limites, loin de diminuer la portée des résultats obtenus, permet au contraire d'en préciser le cadre de validité et d'ouvrir des pistes pour des recherches futures.

La première limite tient au contexte temporel de l'observation empirique. L'échantillon mobilisé dans le troisième article couvre la période 2020-2023, une séquence marquée par des événements exceptionnels : la crise sanitaire liée à la COVID-19, les perturbations économiques qu'elle a entraînées, la remontée rapide des taux d'intérêt, ainsi que l'émergence de nouvelles incertitudes géopolitiques. Ce contexte particulier a pu influencer de manière significative les comportements des gestionnaires d'actifs, les performances des différentes classes d'actifs et les arbitrages. De ce fait, une extension de l'analyse sur une période plus longue, couvrant plusieurs cycles économiques, permettrait de mieux distinguer les effets conjoncturels des mécanismes structurels liés aux choix de durabilité et de solidarité.

Une deuxième limite concerne l'évaluation de l'impact social et environnemental. Si la thèse met en lumière l'hétérogénéité des pratiques de mesure de l'impact au sein des fonds solidaires, elle souligne aussi les difficultés méthodologiques majeures qui entourent cette évaluation.

L'absence de standards harmonisés, la pluralité des référentiels mobilisés (labels, réglementations, statuts...) et la variabilité des périmètres de mesure selon les fonds et les sociétés de gestion rendent complexe toute comparaison rigoureuse. Cette diversité, si elle témoigne d'une certaine vitalité méthodologique, contribue néanmoins à alimenter l'opacité autour des résultats effectivement atteints en matière d'utilité sociale. La question de l'additionnalité, centrale dans la définition de l'impact, demeure ainsi largement ouverte : il reste difficile de déterminer dans quelle mesure les financements solidaires et responsables ont réellement permis la réalisation de projets qui n'auraient pu aboutir sans cet apport.

À ces limites s'ajoute le risque, bien identifié dans les trois articles, d'« *impact washing* », c'est-à-dire de communication excessive sur l'impact sans véritable démonstration empirique de sa réalité. L'institutionnalisation croissante de la finance solidaire et son rapprochement avec la finance conventionnelle multiplient les incitations à adopter des discours valorisant l'impact, sans toujours garantir ni la cohérence des pratiques, ni la vérification par des tiers. Ce phénomène appelle à une vigilance accrue de la part des pouvoirs publics, des régulateurs, mais aussi des acteurs de la labellisation, dont le rôle reste crucial pour maintenir un niveau d'exigence suffisant en matière de transparence et de crédibilité.

Une autre zone d'ombre réside dans les effets seconds que la montée en puissance des fonds solidaires pourrait avoir sur la diversité des entreprises de l'ESS. La logique de sélection opérée par les fonds, souvent fondée sur des critères de rentabilité minimale, de solvabilité ou de capacité à produire des indicateurs d'impact, risque de favoriser les entreprises les plus matures, les plus visibles ou les mieux dotées en ressources administratives. Inversement, les structures les plus fragiles, les plus expérimentales, ou celles qui s'adressent à des publics particulièrement précaires, pourraient être marginalisées par ces critères de sélection. Dès lors, les fonds solidaires pourraient contribuer de manière paradoxale à reproduire certaines formes d'exclusion financière que la finance solidaire avait historiquement vocation à combattre.

À cette problématique s'ajoute la question, rarement abordée mais essentielle, de la gouvernance des entreprises financées. L'entrée au capital de fonds d'investissement, même solidaires, peut introduire des logiques de pilotage financier qui ne sont pas sans effet sur les orientations stratégiques des structures bénéficiaires. Le pouvoir d'influence exercé par les fonds, à travers les dispositifs de reporting, les exigences de rentabilité ou la participation aux instances décisionnelles, peut conduire à une transformation insidieuse des modèles économiques des entreprises solidaires, au risque d'un éloignement progressif de leur mission sociale initiale.

Ces limites ne sauraient être perçues comme des faiblesses méthodologiques isolées, mais plutôt comme les symptômes d'un enjeu plus large : la difficulté à maintenir, dans un cadre institutionnel de plus en plus professionnalisé et standardisé, les spécificités historiques, politiques et sociales de la finance solidaire. Elles appellent, en miroir, des pistes de recherche renouvelées. Il serait particulièrement utile d'engager des travaux longitudinaux, permettant d'observer sur la durée les effets de la financiarisation des dispositifs solidaires sur les trajectoires des entreprises financées, leur gouvernance, et la soutenabilité de leurs modèles économiques. De même, un approfondissement des recherches qualitatives sur les modalités encore plus concrètes de la sélection des projets, sur les arbitrages opérés par les gestionnaires d'actifs, et sur les attentes des investisseurs (particuliers comme institutionnels), pourrait enrichir la compréhension des dynamiques à l'œuvre.

Enfin, le rapprochement croissant entre finance solidaire, finance responsable et finance à impact justifierait de nouveaux efforts de clarification conceptuelle et de formalisation théorique. Mais au-delà des outils, ces enjeux interrogent plus largement les finalités assignées à la finance dans nos sociétés : financer l'inclusion et la transformation sociale, ou contribuer à la légitimation de la finance traditionnelle par l'adoption de standards éthiques ?

Une limite plus fondamentale : la mesure d'impact

Une dernière limite, plus conceptuelle, mérite d'être particulièrement soulignée : celle de la mesure d'impact elle-même. Si la question de l'évaluation des retombées sociales et environnementales occupe une place centrale dans les débats actuels sur la finance à impact comme sur la finance solidaire, cette thèse a choisi de ne pas s'engager dans une analyse approfondie des méthodes et dispositifs d'évaluation des impacts produits par les entreprises financées. Ce choix n'est pas l'effet d'une simple omission méthodologique, mais le résultat d'une critique plus fondamentale de la prétention à objectiver l'impact social à travers des métriques stabilisées, harmonisées.

Tenter de construire une méthode universelle de mesure de l'impact revient à vouloir trancher un nœud « Gorgien »⁸⁵, terme que j'emploie ici comme un jeu de mots pour désigner non un

⁸⁵ Le terme de *nœud Gorgien*, que j'emploie ici sans qu'il soit consacré dans la littérature, renvoie aux apories formulées par Gorgias de Léontium, philosophe et sophiste grec du Ve siècle av. J.-C., pour désigner un problème dont la résolution est rendue impossible par l'inadéquation entre le langage, la connaissance et la réalité à saisir. Il aurait déclaré « *Rien n'existe. Même si quelque chose existe, on ne peut rien savoir de ce qui existe. Même si on peut savoir quelque chose de ce qui existe, on ne peut le communiquer aux autres* ». Contrairement au *nœud Gordien*, que l'on peut trancher par un geste extérieur et radical, le *nœud Gorgien* pourrait renvoyer à un blocage interne du sens et de la méthode dû à l'inadéquation des outils, des langages et des catégories mobilisées face à la complexité. Dans le cas de la mesure d'impact, c'est le cadre même de l'évaluation qui devient incapable de rendre compte de la complexité qualitative des effets sociaux visés. Mesurer l'impact, dans cette perspective, revient ainsi

simple problème complexe ou sans solution (comme dans la métaphore classique du nœud Gordien), mais une impasse conceptuelle, où toute tentative de résolution est vouée à l'échec. Ce nœud « Gorgien » de la mesure de l'impact réside dans le fait que le langage, les catégories et les instruments mobilisés pour quantifier l'impact social sont eux-mêmes inadéquats à saisir la richesse, la diversité et la complexité des effets produits par l'investissement. Là où le nœud Gordien appelait un geste de rupture (trancher), le nœud Gorgien, lui, ne pourrait être défait sans dissoudre ce qu'il relie, à savoir, des dimensions humaines, sociales et politiques qui échappent fondamentalement à toute tentative d'objectivation standardisée.

L'histoire des systèmes de mesure offre à cet égard une analogie éclairante. Avant la Révolution française, l'Europe connaissait une multitude d'unités locales de mesure (pieds, toises, aunes...) chacune rattachée à un territoire, à un pouvoir, à une histoire. L'unification des mesures, causée par la Révolution avec l'introduction du système métrique, visait à favoriser le commerce à distance, à garantir l'homogénéité des échanges et à asseoir le pouvoir central. Mais ce qui était mesuré (une longueur, une masse) existait indépendamment des conventions adoptées pour la mesure.

Il n'en va pas de même pour l'impact social. Ici, ce n'est pas la nature que l'on cherche à mesurer, mais des effets humains, sociaux, qualitatifs, souvent immatériels, qui ne préexistent pas à la définition de ce qui sera considéré comme « mesurable ». Chaque tentative de stabiliser des indicateurs d'impact est donc, en soi, une opération de cadrage, qui sélectionne certains effets au détriment d'autres, qui choisit ce qui comptera et ce qui sera laissé dans l'ombre. La diversité des pratiques, des méthodologies, des contextes d'action rend vaine toute tentative d'harmonisation complète. Et surtout, elle pose la question de savoir si une telle harmonisation est souhaitable, dès lors qu'elle risquerait d'écraser, sous le poids des indicateurs, la pluralité des formes du social.

En assumant cette posture, la présente thèse s'inscrit dans une perspective critique qui considère que l'essentiel, en matière de solidarité, ne réside pas dans la possibilité de produire des métriques comparables, mais dans la reconnaissance de la diversité des formes d'action, des publics visés, des effets produits, y compris ceux qui échappent à la mesure.

à produire un discours d'effet, un cadre de persuasion ou une rhétorique, plutôt qu'à atteindre une démonstration vérifiable de l'impact réel.

Vers une lecture renouvelée de la finance solidaire : entre financiarisation et hybridation des logiques

Au terme de cette recherche, il apparaît que l'essor des fonds d'investissement solidaires s'inscrit dans les dynamiques plus larges de transformation de la finance contemporaine, telles qu'annoncées dès l'introduction de cette thèse. Loin de constituer un simple canal de financement alternatif, la finance solidaire, notamment à travers les fonds « 90-10 », participe à un mouvement de convergence avec les normes et les pratiques de la finance responsable et de la finance à impact. Cette hybridation soulève des interrogations quant à la recomposition des formes de solidarité sous l'influence des logiques financières.

Le cadre conceptuel mobilisé dans cette thèse, inspiré notamment par les travaux sur la financiarisation, permet de relire les résultats obtenus à la lumière de ces mutations. La financiarisation de la finance solidaire ne se réduit pas à l'entrée de capitaux dans le champ de l'ESS ; elle se manifeste plus largement par l'adoption de dispositifs, de rationalités et de métriques issues de la finance conventionnelle : multiplication des véhicules d'investissement et des gestionnaires d'actifs, délégation de gestion à des intermédiaires spécialisés, mécanismes divers de dérisquage, mise en concurrence des fonds, labellisation, reporting, enjeux liés à la performance financière...

J'introduis ici le terme de *portfolioization* pour qualifier l'une des formes spécifiques de cette dynamique : la mise en forme des engagements solidaires sous le format d'un portefeuille d'actifs, pensé en termes de rendement, de liquidité et de maîtrise du risque⁸⁶. Ce processus permet de rendre compatibles les objectifs sociaux des fonds solidaires avec les attentes des investisseurs, mais il n'est pas sans conséquences sur les modalités de sélection et de financement des projets. En privilégiant ceux qui s'adaptent à ces cadres, la *portfolioization* contribue à une normalisation ou à un alignement des pratiques des entreprises sur des logiques de portefeuille.

Pour autant, les résultats de cette thèse invitent à nuancer toute lecture strictement déterministe de cette évolution. Si les logiques financières façonnent les dispositifs solidaires, des espaces de négociation et d'arbitrage subsistent. La diversité des pratiques observées, les stratégies possibles entre les deux pôles *impact first* et *finance first*, ou encore les formes variées de

⁸⁶ Le terme *portfolioization*, employé ici à titre de néologisme, désigne le processus par lequel les engagements solidaires sont reformulés dans le cadre de portefeuilles d'actifs, selon des logiques de diversification, de gestion du risque et de liquidité. Cette notion est proposée pour qualifier une forme spécifique de financiarisation, qui passe par la standardisation patrimoniale des projets financés (on ne finance pas seulement un projet, on l'intègre dans une stratégie patrimoniale globale en prenant en compte la diversification, le rendement/risque, et l'allocation stratégique), dans la continuité des travaux sur la financiarisation.

mesure de l'impact témoignent de ces marges de manœuvre. Ces résultats confirment que l'hybridation entre finance et solidarité ne conduit pas à une absorption totale de l'une par l'autre, mais produit des compromis instables, des résistances, des adaptations.

Dans cette perspective, les fonds solidaires apparaissent comme un laboratoire de la rencontre entre finance responsable, finance à impact et ESS. Ils portent à la fois les promesses d'un financement accru pour des projets à forte utilité sociale et les ambiguïtés d'un modèle qui, en intégrant les codes de la finance conventionnelle, risque de s'éloigner de sa vocation critique et transformatrice. Cette tension constitue l'un des fils conducteurs du développement actuel de la finance solidaire.

Derrière ces dynamiques se pose la question des finalités assignées à la finance. La finance solidaire oscille entre deux pôles : celui d'un outil de réencastrement de l'activité financière dans les préoccupations collectives, dans la lignée de l'analyse de Polanyi, et celui d'un dispositif de légitimation de la finance traditionnelle par l'adoption de standards éthiques ou responsables. L'avenir de ces dispositifs dépend de leur capacité à maintenir une cohérence entre les intentions affichées, les pratiques concrètes et les effets réellement produits sur les territoires et les publics concernés.

Du point de vue académique, ces résultats invitent à prolonger les travaux à l'intersection de la sociologie économique, de la finance, de l'économie institutionnelle et de la critique de la financiarisation. Ils appellent à mieux saisir les conditions sociales et politiques qui rendent possible l'hybridation entre finance et solidarité, ainsi que les formes de contestation, de négociation ou de réinvention qu'elle suscite.

Pour les praticiens, cette recherche souligne la nécessité d'une vigilance accrue face aux effets potentiellement uniformisants de la professionnalisation et de la standardisation. Renforcer la gouvernance, diversifier les outils de mesure de l'impact, préserver l'accueil de projets fragiles ou non conventionnels restent des conditions essentielles pour éviter que l'essor des fonds solidaires ne se traduise par un appauvrissement de la diversité des formes de l'ESS.

Ainsi, cette thèse propose de penser la finance solidaire non comme une niche isolée dans l'univers financier, mais comme un espace de tensions, d'expérimentations et de compromis, où se rejouent les débats contemporains sur la place de la finance dans les transformations sociales et environnementales.

Pistes de recherches futures

Ce travail de thèse, centré sur l'analyse de la financiarisation de la finance solidaire et de la finance à impact en France, ouvre plusieurs pistes de recherche qui pourraient prolonger et approfondir l'analyse développée ici. Une première piste de recherche consisterait à explorer plus finement l'effet concret de la détention de capital par les fonds solidaires sur les pratiques des entreprises financées. Si la présente recherche s'attache principalement aux structures des flux financiers et aux stratégies des gestionnaires de fonds, il reste à comprendre comment la présence de ces financeurs dans le capital social agit sur la gouvernance des entreprises solidaires, leur stratégie, leur gestion des risques, ou encore leur capacité d'innovation sociale. Autrement dit, qu'est-ce que cela change, dans la durée, pour une entreprise sociale, d'avoir des fonds solidaires comme actionnaires ou financeurs principaux ?

Une deuxième piste consisterait à replacer la finance solidaire dans le paysage plus large de la finance durable, où elle reste un segment minoritaire face à l'ISR et à la finance à impact institutionnelle. Une analyse comparative des pratiques de sélection, d'évaluation, d'engagement actionnarial et de performance financière entre ces différents types de fonds (solidaires, à impact, ISR) permettrait de mieux cerner les spécificités ou les proximités des modèles existants, mais aussi d'interroger les discours d'engagement social ou environnemental à l'aune des pratiques réelles. Cette démarche pourrait ainsi contribuer à démêler ce qui relève d'opportunités de marché ou de véritables divergences d'intentionnalité et de priorisation d'objectifs socio-environnementaux.

Enfin, au-delà de l'analyse des dispositifs financiers eux-mêmes, plusieurs prolongements pourraient être envisagés du côté des effets idéologiques et politiques de la financiarisation des enjeux sociaux et environnementaux. Il s'agirait ici de prolonger la critique des récits d'impact, des dispositifs d'évaluation et des dispositifs de mesure, en analysant comment ils participent à construire une certaine représentation des problèmes sociaux, des responsabilités et des solutions possibles. Cette piste inviterait à interroger les formes de légitimation à l'œuvre dans la finance solidaire et à impact, ainsi que la capacité de ces dispositifs à absorber les critiques sans remettre en cause les structures de pouvoir existantes.

Ces prolongements visent non seulement à renforcer l'ancrage empirique de l'analyse, mais aussi à nourrir les débats contemporains sur les modes de financement des politiques sociales et environnementales en France, à l'heure où la finance devient apparemment un acteur important dans la gestion des enjeux collectifs.

Annexe : Préconisations pour le secteur

1. Préconisation n°1 - Réduction des parts d'actifs monétaires dans les FPS solidaires

Actuellement, environ 27 % des actifs des FPS (soit 330M€) ne sont pas investis dans des entreprises ESUS/ESS. Cette part pourrait être réduite, car les retraits massifs sont rares et plusieurs dispositifs de stabilisation existent déjà.

Mécanismes existants pour prévenir le manque de liquidités dans un FPS solidaire

- Frais d'entrée ou de sortie élevés, dissuadant les retraits fréquents et massifs.
- Conventions de rachat d'actions avec les entreprises solidaires pour lisser les besoins de liquidités.
- Stabilité relative du passif, notamment grâce à l'épargne salariale bloquée sur 5 ans.
- Absence de spéculation : les actifs solidaires ne connaissent pas de valorisation haussière rapide.
- Accès limité aux investisseurs externes, réduisant les fluctuations dues aux souscriptions/désinvestissements massifs.
- Investissements en dette, générant des flux de remboursement réguliers pour assurer la liquidité.

Ces éléments montrent que les FPS solidaires disposent déjà d'un bon niveau de sécurité, ce qui justifie une réduction progressive de leur poche monétaire.

Vers une réduction progressive de la part d'actifs monétaires

Plutôt que 27 %, une part située entre 10 et 15 % semblerait plus optimale, en prenant en compte plusieurs facteurs :

Scénario	Liquidité restante	Capital libéré pour l'investissement solidaire	Risque associé
Prudent	20 %	+85M€	Risque faible, coussin de sécurité élevé
Optimal	15 %	+145M€	Bon équilibre entre risque et impact
Ambitieux	10 %	+200M€	Risque accru en cas de choc de liquidité

→Objectif : Maximiser les financements vers les entreprises solidaires, tout en conservant une flexibilité suffisante pour répondre aux retraits potentiels.

Une gestion contracyclique des liquidités pour renforcer la stabilité des FPS

Plutôt que d'adopter une réduction fixe de la poche monétaire, une approche contracyclique permettrait d'adapter les niveaux de liquidité en fonction des conditions économiques.

En période faste (croissance économique, stabilité financière) :

- Maintien d'un coussin de liquidité plus élevé (15-20 %) pour anticiper d'éventuels retraits.
- Sécurisation des sorties de capitaux des fonds « 90-10 » sans devoir liquider des actifs solidaires.
- Constitution d'une réserve de liquidité en prévision des périodes de crise.

En période de crise ou de ralentissement économique (récessions, instabilités des marchés, difficultés dans le secteur de l'ESS) :

- Réduction progressive du coussin de liquidité (5-10 %), permettant de rediriger davantage de fonds vers les entreprises solidaires.
- Soutien accru aux entreprises de l'ESS, souvent plus fragiles en période de tensions économiques.
- Accentuation du rôle contracyclique des FPS qui deviendraient un stabilisateur pour l'écosystème solidaire.

Les FPS solidaires dépendent des fonds 90-10, qui eux-mêmes peuvent être soumis à des vagues de rachats, notamment en cas de crise ou de volatilité accrue. Avoir une liquidité accrue en période faste permettrait de faire face plus sereinement aux demandes de retrait sans impacter négativement le portefeuille d'investissements solidaires. En période de crise, la liquidité serait maintenue à un niveau plus bas, mais un filet de sécurité réglementaire pourrait être conservé (ex. un seuil minimum de 5-7 %).

Lorsque l'économie ralentit, les entreprises solidaires sont plus vulnérables, car elles dépendent souvent de subventions publiques, de financements participatifs, des nouvelles souscriptions aux fonds solidaires ou des hausses du marchés boursiers (si le marché est en hausse ou si les souscriptions augmentent, alors mécaniquement, les fonds solidaires doivent investir dans des entreprises solidaires). Réduire le coussin de liquidité en période de crise permettrait de diriger plus de fonds vers ces entreprises, leur donnant un effet de levier pour se stabiliser et éviter des fermetures. Cela pourrait également renforcer l'impact social du FPS, en jouant un rôle

d'investisseur de long terme qui soutient les entreprises les plus en difficulté lorsque les marchés classiques se replient. Cela accentuera l'aspect contracyclique et la déconnexion des fonds aux marchés conventionnels.

Exemple d'application :

Cela pourrait inclure des seuils dynamiques de liquidités plutôt que des quotas fixes, définis en fonction d'indicateurs macro-économiques (ex. taux de chômage, croissance du PIB, indicateurs de solvabilité des entreprises solidaires). Des incitations réglementaires ou fiscales pour encourager les FPS à ajuster leur allocation de liquidités de manière contracyclique.

Limites à anticiper :

- Risque de mauvaise anticipation : Si une crise économique dure plus longtemps que prévu, un coussin de liquidité trop faible pourrait mettre en difficulté les FPS.
- Contraintes réglementaires : Certains FPS doivent maintenir un niveau minimal de liquidité pour répondre aux exigences de l'AMF ou à leurs propres exigences.
- Dilemme entre stabilité et impact : Une baisse trop importante du coussin de liquidité en période de crise peut fragiliser la capacité du fonds à faire face à des retraits massifs des fonds « 90-10 ».

L'idée d'un fonds monétaire mutualisé entre gérant d'actifs solidaires :

Pour aller plus loin, une solution innovante pourrait être la création d'un fonds commun de liquidité mutualisé entre FPS solidaires, afin d'améliorer leur résilience et d'optimiser l'utilisation des capitaux disponibles.

Fonctionnement du fonds mutualisé

- Chaque FPS verse une fraction de ses liquidités excédentaires dans le fonds mutualisé lorsqu'il dépasse un seuil optimal de liquidité (ex. 15 % du total des actifs sous gestion).
- Cette réserve est constituée progressivement pour ne pas déséquilibrer les besoins en liquidités immédiats des FPS.

Utilisation en période de crise

- Fournir des prêts relais aux FPS en difficulté pour éviter qu'ils ne soient contraints de vendre leurs actifs monétaires ou exécuter leurs conventions de liquidités avec les entreprises (et donc créer un risque systémique sur les entreprises de l'ESS). Le FPS vient « piocher » dans le fonds mutualisé.

- Couverture temporaire des retraits des fonds « 90-10 », garantissant la stabilité du marché.
- Soutien aux entreprises solidaires via des financements d'urgence, sous forme de prêts à conditions favorables ou de reports d'échéances.

Avantages	Effets positifs
Optimisation des liquidités	Moins d'immobilisation inutile de capitaux, favorisant ainsi un plus grand investissement dans des actifs solidaires.
Stabilisation du marché des fonds solidaires	Évite les retraits paniques et les exécutions précipitées des conventions de liquidités entre FPS et entreprises solidaires.
Sécurisation des investissements solidaires	Assure que les entreprises financées ou prochainement financées par les FPS ne soient pas mises en difficulté en cas de tension concernant la liquidité des FPS solidaires.
Approche collective et résiliente	Une gestion sectorielle du risque, plutôt que des arbitrages individuels FPS par FPS

Ce fonds monétaire mutualisé pourrait être co-géré par un consortium d'acteurs (gestionnaires de fonds solidaires, financeurs solidaires, acteurs publics) qui définirait des critères précis sur comment et quand les FPS contribuent au fonds et dans quelles conditions ils peuvent en bénéficier. Une autorité comme l'AMF pourrait faire subir aux FPS ayant mutualisé leurs liquidités un *stress test* en simulant une crise et des retraits massifs.

Pour éviter un risque de free-riding, où certains FPS profiteraient du système sans prendre de précautions suffisantes, des règles strictes doivent encadrer l'accès au fonds mutualisé (ex. : contributions proportionnelles aux liquidités préservées, conditions d'éligibilité en cas de crise, sanctions en cas d'abus...).

Au final, la réduction progressive de la part des actifs monétaires dans les FPS, en passant de 27 % à une fourchette plus optimale de 10 à 15 %, permettrait de libérer entre 145 et 200 millions d'euros, qui pourraient être réinvestis dans le financement d'entreprises solidaires. En parallèle, une gestion contracyclique des liquidités offrirait une plus grande stabilité aux FPS, en ajustant leur allocation en fonction des cycles économiques : en période faste, une réserve plus importante garantirait une sécurité face aux retraits, tandis qu'en période de crise, une

baisse du coussin de liquidité permettrait de soutenir plus activement les entreprises en difficulté.

Une autre piste d'amélioration reposerait sur la création d'un fonds monétaire mutualisé, qui constituerait un mécanisme collectif de stabilisation du marché solidaire. En mutualisant une partie des réserves de liquidités, les FPS pourraient réduire leur besoin individuel de précaution, tout en bénéficiant d'un filet de sécurité en cas de tensions financières.

Dans cette perspective, plusieurs étapes devront être envisagées. Il sera essentiel d'évaluer la faisabilité réglementaire d'une réduction des réserves monétaires, en veillant à respecter les exigences de l'AMF. La mise en place d'un test sur un périmètre restreint permettra également d'analyser l'efficacité du fonds mutualisé en conditions réelles et d'en ajuster les modalités si nécessaire. Enfin, des incitations fiscales ou réglementaires pourraient être explorées pour encourager les FPS à adopter une approche plus dynamique et contracyclique dans la gestion de leurs liquidités.

En intégrant ces ajustements, les FPS pourraient significativement renforcer leur impact social, tout en assurant une stabilité financière accrue et une meilleure résilience face aux fluctuations économiques.

2. Préconisation n°2 - Communication sur le taux réel d'investissement solidaire : un impératif de transparence

La structuration actuelle des fonds « 90-10 » entraîne une distorsion du taux d'investissement réellement orienté vers des entreprises solidaires. En effet, ces fonds délèguent la gestion de leur poche solidaire aux FPS solidaires, qui eux-mêmes allouent en moyenne 73 % de leurs actifs à des entreprises solidaires et 27 % à des actifs monétaires. Ce schéma réduit mécaniquement la part réellement investie dans des entreprises solidaires.

Prenons un exemple chiffré :

- Un fonds « 90-10 » qui place exactement 10 % de ses actifs dans un FPS solidaire ne finance en réalité que 7,3 % d'entreprises solidaires, car 2,7 % restent sous forme d'actifs monétaires.
- Si un fonds « 90-10 » ne place que 6 % de ses actifs dans un FPS solidaire, il ne finance en réalité que 4,38% d'entreprises solidaires, le reste étant pour la liquidité.

Pourquoi cette communication est nécessaire ?

Le ratio de 10 % ne reflète pas fidèlement la réalité des financements. Cela peut induire en erreur les épargnants, les entreprises bénéficiaires. Cette situation pose trois problèmes principaux :

1. Perte de lisibilité pour les épargnants : Les investisseurs qui placent leur épargne dans un fonds solidaire doivent pouvoir comprendre clairement quelle part de leur argent finance réellement des entreprises solidaires.
2. Difficulté de mesure de l'impact : Si les fonds 90-10 communiquent uniquement sur leur allocation théorique, sans prendre en compte l'effet de cascade des investissements, l'impact réel sur l'ESS est surestimé.
3. Risque de confusion réglementaire : Le label Finansol exclut les liquidités présentes dans les FPS dans ses calculs des « taux réel de solidarité ». Mais les fonds solidaires non labellisés Finansol n'ont pas cette transparence. Les montants effectifs investis dans l'ESS sont plus faibles pour les fonds solidaires non labellisés, il existe donc 2 catégories de fonds solidaires alors que le régulateur n'en considère qu'un seul.

Comment améliorer cette communication ?

Il est nécessaire de mettre en place un indicateur transparent et harmonisé pour calculer le taux réel d'investissement solidaire. Ce taux prendrait en compte :

- La part réelle d'actifs solidaires détenus au sein des FPS, en excluant les actifs monétaires.
- Un ajustement en fonction des retraits et des conventions de liquidité, pour mieux refléter l'engagement effectif des FPS dans le financement solidaire.

Les sociétés de gestion pourraient être tenues de publier un taux d'investissement solidaire ajusté, affiché aux épargnants et comparé aux objectifs affichés par les fonds.

Perspectives et recommandations

- Encourager une standardisation de cet indicateur pour tous les fonds 90-10 afin d'éviter des méthodes de calcul divergentes qui fausseraient la comparaison entre fonds.
- Impliquer les régulateurs et les labellisateurs (ex. Finansol) pour qu'ils exigent une transparence accrue sur l'investissement effectif.
- Intégrer cette donnée dans les reportings annuels des fonds solidaires, afin de renforcer la confiance des investisseurs et de démontrer l'efficacité des placements solidaires.

Ces recommandations ne remettent pas en cause le rôle des FPS dans l'écosystème, mais visent à donner aux épargnants une vision réaliste et transparente de l'impact réel de leur investissement, tout en incitant les FPS à optimiser leur allocation en faveur du financement des entreprises solidaires.

Face à ces enjeux, nous proposons deux nouveaux indicateurs destinés à mieux rendre compte de la réelle allocation des ressources au sein des FPS et des fonds « 90-10 » :

1. Le Taux Réel d'Investissement Solidaire (TRIS), qui permet de mesurer la part des capitaux réellement investis dans des entreprises solidaires, en intégrant la dilution causée par les multiples niveaux d'intermédiation.
2. L'Indicateur de Liquidité Réelle des FPS (ILR-FPS), qui quantifie la part de liquidités réellement disponibles après prise en compte des engagements financiers et des mécanismes de récupération de capital.

Exemple d'un Taux réel d'Investissement Solidaire (TRIS) : une mesure affinée de l'impact réel

Le Taux Réel d'Investissement Solidaire (TRIS) vise à corriger l'écart entre le taux d'investissement solidaire affiché par les fonds « 90-10 » et la réalité des capitaux réellement dirigés vers les entreprises de l'ESS.

La nouvelle formule prend en compte trois éléments clés :

- La partie investie par les fonds « 90-10 » dans les FPS solidaires
- Le niveau de liquidités détenus par ces FPS, qui dilue l'investissement effectif dans les entreprises solidaires
- L'impact des capitaux rapidement disponibles et des conventions de liquidités

Formule :

$$TRIS = \frac{(A_{90-10} * P_{FPS} - R_{ret}) * (1 - L_{FPS} + C_{liq})}{A_{90-10}}$$

Où on a

A_{90-10} : Total des actifs du fonds « 90-10 ».

P_{FPS} : Part du fonds « 90-10 » allouée aux FPS solidaires.

L_{FPS} : Part des actifs monétaires détenus par le FPS (ex. 27 % en moyenne).

C_{liq} : Part des liquidités réintégrables rapidement via conventions de rachat ou remboursements d'obligations, de dettes solidaires.

R_{ret} : Montant estimé des retraits anticipés des fonds « 90-10 », qui réduit l'investissement solidaire effectif.

Exemple : le fonds « 90-10 » place 6% de ses actifs dans un FPS solidaire ($P_{FPS} = 6\%$), ce FPS détient 27% de liquidités ($L_{FPS} = 27\%$), une faible fraction de liquidités peut être récupérée à court terme ($C_{liq} = 5\%$), les retraits anticipés des fonds « 90-10 » impactent 1% de leur allocation aux FPS ($R_{ret} = 0,6\%$). On aura donc :

$$TRIS = \frac{(6\% * 100\% - 0,6\%) * (1 - 27\% + 5\%)}{100\%} = 4,2\%$$

En complément du taux réel d'investissement solidaire, qui pourrait être calculé par le gérant de fonds, il sera possible de calculer son pendant, un indicateur de liquidité réelle du FPS (ILR-FPS), permettant de mieux comprendre quelle fraction des liquidités des FPS est réellement disponible pour répondre aux demandes de retraits ou pour être réinvestie.

$$ILR - FPS = \frac{L_{FPS} - C_{liqLT} + R_{recep} - R_{ret}}{A_{total}}$$

Où on a

L_{FPS} : représentant la part des actifs monétaires dans le FPS

C_{liqLT} : représentant la part des liquidités immobilisées en actions dans des conventions de rachat d'actions avec les entreprises solidaires (impossible de les récupérer immédiatement, elles sont des liquidités potentielles)

R_{recep} : représentant les liquidités récupérables sous 12 mois (remboursements de produits de dettes solidaires, échéances des rachats d'actions)

R_{ret} : représentant les retraits attendus des fonds « 90-10 » à court terme, diminuant les liquidités réellement disponibles

A_{total} : représentant les actifs totaux du FPS

Exemple : un FPS solidaire dispose de 27% de liquidités, 6% de son actif est impossible à transformer en actifs liquides pour l'instant, 15% de liquidité sont disponibles en demandant des remboursements anticipés ou des rachats partiels d'actions, et 2% de son actif est voué à être racheté par des fonds « 90-10 », on aboutit à :

$$ILR - FPS = \frac{27\% - 6\% + 15\% - 2\%}{100\%} = 34\%$$

La liquidité réelle du FPS n'est donc pas de 27%, mais elle est bien plus élevée puisqu'elle est de 34%.

Au final, les propositions formulées ici visent un objectif clair : améliorer la transparence du taux d'investissement solidaire réel et offrir aux épargnants, aux régulateurs et aux entreprises financées une vision plus juste de l'impact des fonds « 90-10 ». L'instauration d'indicateurs tels que le Taux Réel d'Investissement Solidaire (TRIS) et l'Indicateur de Liquidité Réelle des FPS (ILR-FPS) constitue une avancée nécessaire pour mieux appréhender la répartition effective des capitaux, éviter toute surestimation de l'impact et garantir une allocation des ressources alignée avec les ambitions des investisseurs et des gestionnaires de fonds.

L'enjeu n'est pas de remettre en cause le rôle des FPS, qui restent des acteurs essentiels du financement des entreprises solidaires, mais plutôt de favoriser un cadre plus lisible et harmonisé. L'affichage d'un taux standardisé d'investissement solidaire, prenant en compte les effets de dilution, pourrait devenir un levier pour améliorer la gouvernance des FPS et inciter les fonds « 90-10 » à optimiser leur allocation. Par ailleurs, une meilleure compréhension de la liquidité réelle des FPS permettrait aux gestionnaires de calibrer plus précisément leur stratégie en fonction des cycles économiques, notamment en adaptant leurs niveaux de liquidités selon les périodes de croissance ou de tension sur les marchés. Cela permettrait également aux régulateurs d'avoir une vision plus nette sur les niveaux de risques qu'encourent les clients de ces fonds.

À terme, ces ajustements participeraient à renforcer la crédibilité des fonds solidaires, en garantissant que les montants investis soient en adéquation avec les attentes des épargnants et avec les besoins réels des entreprises solidaires. Cette démarche pourrait également s'inscrire dans une évolution plus large des standards de la finance solidaire, afin qu'elle puisse continuer à jouer pleinement son rôle de moteur du financement des entreprises à impact.

3. Préconisation n°3 - Adapter l'agrément ESUS pour élargir l'accès au financement solidaire et permettre l'essor des fonds solidaires

L'agrément Entreprise Solidaire d'Utilité Sociale (ESUS) est un critère fondamental pour qu'une entreprise puisse bénéficier des financements solidaires. Il permet de garantir que les ressources allouées par la finance solidaire sont dirigées vers des structures engagées dans une mission d'utilité sociale. Toutefois, les critères d'attribution actuels limitent l'accès à cet agrément, restreignant ainsi le nombre d'entreprises pouvant prétendre aux financements solidaires.

Dans un contexte où les défis sociaux et environnementaux évoluent, il est nécessaire d'adapter et d'élargir les critères de l'agrément ESUS afin d'intégrer des secteurs stratégiques encore trop peu reconnus. Cela permettrait d'aligner l'agrément avec les nouveaux enjeux de transition sociale et écologique, tout en garantissant un accès plus large aux financements solidaires.

Élargissement de la définition de l'utilité sociale

Aujourd'hui, l'agrément ESUS repose sur une vision restreinte de l'utilité sociale, qui exclut certaines activités. Il serait donc pertinent d'intégrer explicitement des secteurs émergents qui jouent un rôle clé dans la transformation économique et sociale. Parmi eux, plusieurs domaines pourraient être reconnus et inclus dans la définition de l'utilité sociale, qui forme l'une des conditions à respecter pour obtenir l'agrément ESUS :

- **Inclusion numérique** : L'accès au numérique est devenu un facteur clé d'insertion sociale et professionnelle. Réduire la fracture numérique pour les populations vulnérables (personnes âgées, en précarité, en situation de handicap, etc.) est un enjeu de solidarité majeur. Proposition : Inclure plus largement les structures qui développent des formations, du matériel informatique reconditionné à bas coût, ou des outils spécifiques pour améliorer l'accessibilité numérique des publics fragiles.
- **Économie circulaire** : La gestion responsable des ressources et la lutte contre le gaspillage sont essentielles pour une transition durable. Les entreprises qui réparent, recyclent et réutilisent des matériaux réduisent les déchets tout en créant des emplois locaux. Proposition : Intégrer les structures qui favorisent le réemploi, la gestion responsable des ressources et la revalorisation des déchets au sein des territoires.
- **Protection de la biodiversité** : La conservation des écosystèmes est un enjeu global sous-financé. Les initiatives de restauration des milieux naturels ou de préservation des espèces menacées relèvent d'un intérêt général et de la solidarité écologique.

Proposition : Permettre aux structures dédiées à la régénération des milieux naturels, à l'agroécologie, et aux dispositifs de compensation écologique d'obtenir l'agrément ESUS.

- Réparation des environnements dégradés par le réchauffement climatique : Les effets du changement climatique (montée des eaux, désertification, perte de terres fertiles) nécessitent des actions correctrices pour protéger les populations vulnérables et éviter de nouveaux désastres environnementaux. Proposition : Intégrer les entreprises spécialisées dans la restauration des sols, la gestion des catastrophes écologiques et la prévention des risques climatiques.
- Exploitation forestière durable : La gestion responsable des forêts est cruciale pour lutter contre la déforestation et préserver les puits de carbone. Proposition : Ouvrir l'agrément aux coopératives de gestion forestière durable, aux entreprises favorisant la reforestation participative et la valorisation des forêts locales.
- Artisanat local et circuits courts : L'artisanat joue un rôle essentiel dans la transmission des savoir-faire et la dynamisation économique des territoires. Proposition : Cibler les coopératives artisanales engagées dans l'économie locale, les structures favorisant le commerce équitable et les réseaux d'artisans solidaires.
- Amélioration des méthodes de production sur un modèle plus durable : De nombreuses entreprises cherchent à réduire leur empreinte carbone ou à adopter des pratiques respectueuses de l'environnement, sans être considérées comme solidaires. Proposition : Inclure, dans certaines mesures, les entreprises qui développent des procédés industriels écologiques, améliorent la gestion des ressources ou favorisent l'emploi local en circuits courts.
- Coopératives agricoles et production locale durable : L'agriculture durable permet de lutter contre l'appauvrissement des sols et favorise l'autosuffisance alimentaire des territoires. Proposition : Étendre l'agrément aux coopératives agroécologiques, aux projets favorisant l'autonomie alimentaire locale et aux circuits courts structurés autour de l'agriculture durable.

Assouplissement des critères financiers pour encourager l'investissement solidaire

Les règles de l'agrément ESUS imposent des contraintes importantes en matière de lucrativité et de gouvernance, qui peuvent freiner l'accès des entreprises au financement solidaire. Plusieurs ajustements pourraient être envisagés :

- *Adapter le plafonnement des écarts de salaires* : Cela permettrait d'attirer des talents dans les structures en croissance sans compromettre les valeurs de l'ESS. Au lieu d'un écart de rémunération de 1 à 7 et 1 à 10 (3^oa et 3^ob de l'Article L3332-17-1), il pourrait être possible de passer à un ratio de 1 à 12 pour permettre aux grandes entreprises de verser des rémunérations plus élevées.
- *Assouplir les critères de distribution des bénéfices* : pour permettre un réinvestissement plus flexible tout en garantissant que les profits restent orientés vers l'impact social, exiger un réinvestissement de 50% des bénéfices nets dans l'objet social de l'entreprise, garantissant ainsi son engagement à long terme.
- *Supprimer l'exigence d'un « impact significatif sur le compte de résultat » (article L3332-17-1, alinéa 2)*, qui pénalise les entreprises hybrides ayant un modèle économique rentable mais un fort engagement social. Cette condition rigide exclut des structures capables de générer des excédents tout en contribuant à l'intérêt général.

Au final, l'inclusion de ces nouveaux secteurs dans l'agrément ESUS permettrait de moderniser la finance solidaire, en l'adaptant aux enjeux contemporains. L'objectif est de mieux refléter l'impact réel des entreprises engagées dans la transition écologique et sociale. Cette réforme favoriserait l'accès au financement solidaire pour des structures innovantes, en garantissant une diversification des projets financés. Elle permettrait également de mieux capter les capitaux privés, en offrant des opportunités d'investissement élargies aux acteurs engagés.

L'évolution de l'agrément ESUS et son élargissement permettront à la finance solidaire et particulièrement aux fonds solidaires de devenir un véritable outil de transformation sociale et écologique à grande échelle. Si la modification de la définition de l'utilité sociale ne convient pas aux acteurs de l'ESS, il pourrait être nécessaire de créer une définition de l'utilité sociale pour l'ESS et une autre pour les ESUS.

4. Préconisation n°4 - Structurer les rapports extra-financiers en deux volets

Aujourd'hui, les rapports extra-financiers des fonds solidaires manquent d'harmonisation et de lisibilité. Certains mettent l'accent sur leur stratégie ESG sans détailler la poche solidaire, tandis que d'autres n'ont même pas de reporting extra-financier dédié (pour chaque fonds). La première étape serait d'abord la rédaction d'un rapport extra-financier non pas concentré sur les impacts socio-environnementaux mais sur la stratégie ESG du fonds (avec une mise à jour annuelle).

Un volet dédié à la stratégie ISR

- Présentation des critères extra-financiers appliqués aux 90 % d'actifs cotés des fonds « 90-10 ».
- Explication des méthodologies de sélection des titres (exclusions, best-in-class, engagement actionnarial, etc.), de la méthode d'exclusion.
- Mise en valeur d'indicateurs de durabilité en lien avec la stratégie du fonds (les portefeuilles auraient donc des rapports extra-financier proches sur la forme mais différents sur le fond).

Un volet spécifique à la poche solidaire

- Présentation des investissements réalisés dans les entreprises solidaires (sans forcément détailler chaque entreprise).
- Indicateurs qualitatifs et quantitatifs sur la part réellement investie en solidaire, et sur les réalisations qu'ont permis ces investissements (exemple de cas concrets : emplois créés, logements construits ou personnes relogées etc.).
- Quelques exemples concrets d'entreprises financées, sans que cela ne constitue un rapport d'impact détaillé.

Cette approche ne vise pas à imposer un format unique, mais plutôt à assurer une meilleure lisibilité des informations, en évitant que la partie solidaire soit noyée dans un reporting ISR généraliste.

Avantages

Plus de transparence pour les investisseurs

- Aujourd'hui, la poche solidaire est souvent mal expliquée ou diluée dans le reporting général.

- Avec cette séparation, les épargnants comprennent précisément où va leur argent et comment les investissements solidaires se distinguent des actifs cotés ESG.

Un équilibre entre responsabilité financière et impact social

- L'ISR et la finance solidaire ont des logiques différentes (gestion ESG des entreprises cotées vs. financement d'entreprises solidaires).
- Cette structuration permet de valoriser ces deux dimensions sans confusion, tout en assurant une approche cohérente et intégrée.

Un document unique et lisible

- Plutôt que de multiplier les reportings spécifiques (ISR, solidaire, impact), tout est regroupé dans un rapport extra-financier structuré.
- Ce document, mis à jour annuellement vient compléter les *factsheets* financiers mensuels qui restent dédiés aux performances de marché.

Mise en œuvre et perspectives

- Cette approche pourrait être standardisée au niveau des régulateurs et des labels extra-financiers.
- Elle permettrait aussi d'unifier les pratiques des sociétés de gestion, sans imposer une méthodologie unique mais en garantissant une meilleure visibilité de la poche solidaire.
- À terme, elle faciliterait la comparaison entre fonds solidaires et encouragerait une plus grande exigence sur la communication de l'impact social.

Cette proposition vise donc à rendre les rapports extra-financiers plus clairs, plus accessibles et plus honnêtes sur la réalité des investissements solidaires, tout en respectant les différences entre ISR et finance solidaire.

5. Préconisation n°5 - Mettre en valeur le rôle stabilisateur des actifs responsables et solidaires : des indicateurs financiers repensés pour des fonds particuliers

Mieux communiquer sur la résilience et les spécificités financières des fonds solidaires

L'un des résultats clés du troisième article est le suivant : bien que les fonds solidaires sous-performent légèrement par rapport aux benchmarks, ils présentent une volatilité moindre et une meilleure résilience aux chocs de marché, de plus, même si les actifs solidaires sont facteurs de sous-performances, les fonds dans leur globalité affichent des performances compétitives. Cette caractéristique pourrait être davantage mise en avant pour attirer des investisseurs recherchant des placements stables, notamment dans des stratégies défensives ou contracycliques.

Propositions :

- Encourager les sociétés de gestion à publier des analyses comparatives des niveaux de risques de leurs fonds solidaires par rapport à des fonds ISR ou conventionnels. Les gestionnaires pourraient mettre l'accent sur le risque autant que sur la performance dans leurs rapports financiers.
- Introduire des indicateurs de performance ou de stabilité propres aux fonds solidaires : les fonds solidaires présentent des compositions et des niveaux de risques très particuliers, utiliser des indicateurs financiers traditionnels paraît inadapté.
- Inclure ces indicateurs dans les reportings réglementaires et extra-financiers, pour permettre une meilleure visibilité des investisseurs institutionnels et des épargnants – ces indicateurs devront être facilement compréhensibles par les professionnels et le grand public.

Aujourd'hui, les fonds solidaires sont évalués selon des critères traditionnels qui ne prennent pas en compte leur aspect très défensif ni leur impact socio-environnemental.

Repenser les méthodes d'évaluation du risques adaptées aux actifs solidaires

L'évaluation des risques dans la gestion d'actifs repose sur des outils classiques (volatilité, ratio de Sharpe, alpha, bêta, *tracking error*). Toutefois, ces métriques sont peut-être inadaptées aux fonds comprenant des actifs solidaires (stabilité, faible liquidité et rentabilité), et comprenant donc des actifs déconnectés des dynamiques boursières.

Propositions :

- Intégrer dans l'évaluation du risque, la capacité des entreprises solidaires à être soutenues par des mécanismes d'aides publiques ou de financements externes (subventions, crowdfunding, etc.), la capacité des entreprises à bénéficier de lever de fonds ou de soutien institutionnel en cas de crise, la capacité à remplir ses objectifs sociaux, son ancrage territorial.
- Intégrer des indicateurs dynamiques dans l'évaluation du risque solidaire : mesurer leur résilience aux crises économiques et leur capacité d'adaptation, modifier la valorisation des actifs solidaires en fonction de l'impact social créé, ou du poids des financements externes.
- Créer des stress test spécifiques aux fonds solidaires : simuler des diminutions d'aides publiques/subventions, des baisses soudaines des souscriptions aux fonds « 90-10 » dues à des modifications réglementaires, simuler des crises sectorielles affectant l'ESS (hausse du chômage, crise sanitaire, raison politique).

Ces nouvelles pratiques pourraient être utilisées par les gestionnaires d'actifs pour mieux ajuster la composition des fonds solidaires et mieux évaluer le risque lié aux actifs solidaires. Elles pourraient également valoriser de façon plus robustes la stabilité des fonds solidaires comme argument attractif pour les investisseurs. Cette approche pourrait non seulement réduire la perception de risque associée aux fonds solidaires, mais aussi mieux aligner les stratégies d'investissement avec la réalité économique et sociale de ces actifs.

Exemple de modèle d'évaluation intégrée des performances des fonds solidaires

Les fonds d'investissement ayant une forte dimension extra-financière, comme les fonds solidaires, pourraient essayer de capturer leur valeur ajoutée socio-environnementale en l'intégrant à des indicateurs que le monde financier classique pourrait utiliser. Les méthodes traditionnelles d'évaluation du risque et de la performance ne tiennent pas pleinement compte des spécificités des fonds solidaires. En intégrant des métriques adaptées à leur structure hybride, il serait possible d'offrir une vision plus juste de leur attractivité pour les investisseurs.

Afin de mieux évaluer la performance globale des fonds solidaires, nous proposons un indicateur qui intègre trois dimensions : la rentabilité financière, l'impact social et la stabilité du fonds. Cette approche permet d'obtenir une mesure plus complète qui ne se limite pas aux seuls critères financiers, mais reflète également la contribution socio-environnementale du fonds ainsi que son niveau particulier de risque.

Proposition d'un modèle de performance ajustée combinant les trois dimensions clés :

$$\Pi_{solid} = P_f + \lambda_1 \cdot I_s + \lambda_2 \cdot S_r$$

Où on a :

- P_f la performance financière du fonds d'investissement
- L'impact social I_s : Score d'impact social (normalisé) sur une échelle compatible avec le rendement financier, intégrant le taux réel d'investissement solidaire (TRIS), le nombre de bénéficiaires par exemple, et le score ESG du fonds
- La stabilité financière notée S_r : Mesure ajustée du risque
- λ_1 et λ_2 seraient des coefficients d'ajustement permettant de pondérer l'impact social et la stabilité financière.

L'impact social I_s peut être défini comme une combinaison de plusieurs éléments, par exemple :

$$I_s = \alpha_1 \cdot TRIS + \alpha_2 \cdot B_{norm} + \alpha_3 \cdot ESG_{norm}$$

Où on a :

- TRIS : Taux Réel d'Investissement Solidaire, qui mesure la part effective des fonds réellement investis dans les entreprises solidaires après la prise en compte de la dilution
- B_{norm} : Le nombre de bénéficiaires touchés, normalisé entre 0 et 1
- ESG_{norm} qui serait un score ESG du fonds, reflétant la conformité aux critères de finance durable et son degré d'engagement
- α_1 , α_2 , et α_3 sont des coefficients d'ajustement pour pondérer chaque facteur en fonction de son importance dans la création d'impact. Par exemple on pourrait attribuer respectivement 0,5, 0,3 et 0,2 à ces 3 coefficients.

Le score d'impact social intègre trois composantes principales : le taux réel d'investissement solidaire (qui reflète la part effectivement allouée aux entreprises solidaires), le nombre de bénéficiaires touchés (mesurant l'effet direct sur la société), et un score ESG plus global. Une pondération est appliquée pour refléter leur importance relative. Les différents indicateurs de l'impact social sont harmonisés/normalisés pour être comparables et intégrés dans la formule de performance ajustée.

Pour ce qui est de la stabilité financière notée S_r , elle pourrait inclure la sensibilité du fonds au marché financier (bêta), et l'effet stabilisateur des actifs responsables et solidaires. Par exemple un fonds qui aurait $S_r = +1,2$ serait considéré comme 20% plus stable que le marché.

L'intégration de la stabilité financière et de l'impact social dans la performance ajustée repose sur deux dimensions distinctes. D'une part, la stabilité financière (S_r) reflète la moindre sensibilité des fonds solidaires aux fluctuations du marché, ce qui les rend attractifs en période de crise. D'autre part, l'impact social (I_s) vise à quantifier la valeur sociale générée par ces investissements. L'objectif de ce modèle est donc d'offrir une lecture plus complète du rendement des fonds solidaires.

Prenons par exemple un fonds ayant :

- Une performance financière P_f de 6,5%
- Un Taux Réel d'Investissement Solidaire (TRIS) de 9% (il maximise son allocation solidaire)
- Un nombre de bénéficiaires normalisé (B_{norm}) élevé : 0,85 (très fort impact social)
- Un score ESG normalisé (ESG_{norm}) élevé : 0,9 (fonds fortement engagé)
- Une stabilité financière (S_r) : +1,2 (volatilité plus faible que le marché)

Pondérations :

- $\alpha_1 = 0,5$ (TRIS pèse le plus lourd dans I_s)
- $\alpha_2 = 0,3$ (Bénéficiaires impactés)
- $\alpha_3 = 0,2$ (Pondération faible du score ESG car faiblement créateur d'impact direct)
- $\lambda_1 = 0,4$ (Poids de l'impact social dans la performance ajustée)
- $\lambda_2 = 0,3$ (Poids de la stabilité financière dans la performance ajustée)

On aurait donc :

$$I_s = 0,5 * 9\% + 0,3 * 8,5\% + 0,2 * 0,9 = 0,48$$

Et une performance ajustée telle que :

$$\Pi_{solid} = P_f + \lambda_1 \cdot I_s + \lambda_2 \cdot S_r$$

$$\Pi_{solid} = 6,5 + (0,4 * 0,48) + (0,3 * 1,2) = 7,05$$

Ici, bien que la performance financière soit de 6,5 %, la performance ajustée (à l'impact et au risque) atteint les 7,05%. Cela dépendra bien sûr du degré d'engagement du fonds et surtout des coefficients λ_1 et λ_2 choisis. Plusieurs choix sont possibles pour déterminer ces 2 coefficients :

- Soit une approche empirique, visant à déterminer dans quelle proportion les investisseurs valorisent l'impact social et la stabilité financière par rapport à la performance.
- Soit via une méthode statistique, dans laquelle, les coefficients optimaux seraient déterminés pour trouver la meilleure combinaison risque/rendement/impact.
- Soit par une approche normative (fixation par un tiers).

Ces coefficients auraient une calibration dynamique en fonction des évolutions du marché.

Au final, l'approche proposée, qui n'est qu'un exemple d'outils d'évaluation, permet de dépasser une vision exclusivement financière des performances des fonds solidaires. En intégrant la rentabilité, l'impact social et la stabilité, ce modèle encourage une gestion plus équilibrée des fonds solidaires et fournit aux investisseurs des outils plus précis pour évaluer leurs choix d'investissement.

L'intégration d'indicateurs financiers et extra-financiers pour évaluer la performance des fonds solidaires soulève plusieurs limites. En cherchant à quantifier l'impact social et environnemental selon des modèles issus de la finance traditionnelle, on risque de réduire des effets concrets à des chiffres, sans refléter la diversité et la complexité des actions menées. Un indicateur n'épuise pas toute la diversité des impacts sociaux créés et peut favoriser une vision simplificatrice ou biaisée. Cette approche peut également entraîner un alignement excessif avec les attentes du marché, faisant des fonds solidaires des produits d'investissement comme les autres, alors qu'ils poursuivent des objectifs bien plus larges. De plus, la standardisation des indicateurs pourrait inciter les gestionnaires à privilégier les projets les plus facilement mesurables, au détriment d'initiatives plus innovantes mais plus difficiles à évaluer. Enfin, cette volonté de rendre la finance solidaire compatible avec les logiques conventionnelles pose un paradoxe : en institutionnalisant des outils d'évaluation trop rigides, on risque d'en affaiblir la spécificité et la portée transformatrice. D'un côté, il est essentiel de structurer des indicateurs mettant en lumière les spécificités des fonds solidaires pour crédibiliser ces investissements face aux acteurs traditionnels, de l'autre cette démarche accentue davantage la logique financière dans l'approche de la solidarité et de l'impact social. Plutôt que d'abandonner ce genre d'indicateurs, il conviendrait de les utiliser avec prudence, en combinant données quantitatives et analyses qualitatives et en laissant une flexibilité aux acteurs pour adapter leurs méthodes aux réalités du terrain. L'enjeu est de structurer l'évaluation sans enfermer la finance solidaire dans des cadres qui ne lui correspondent pas pleinement. Cette approche soulève une question plus large : en cherchant à quantifier des critères sociaux et environnementaux selon des modèles financiers traditionnels, on risque d'encourager des stratégies d'optimisation de

scores plutôt qu'une véritable transformation de l'investissement solidaire. Il est essentiel d'éviter que ces indicateurs ne deviennent un simple outil marketing plutôt qu'un véritable levier de transparence et d'amélioration

Bibliographie

- AFG. (2022). *L'épargne salariale et l'épargne retraite d'entreprise collective—Données d'enquête à fin 2021*.
- AFG. (2024). *Etude Investissement responsable—Données d'enquête 2023*. <https://www.afg.asso.fr/afg-document/etude-afg-2024-investissement-responsable/>
- Aglietta, M., & Rebérioux, A. (2004). *Dérives du capitalisme financier* (Bibliothèque Albin Michel Economie). <https://www.albin-michel.fr/derives-du-capitalisme-financier-9782226331649>
- Agrawal, A., & Hockerts, K. (2021). Impact investing: Review and research agenda. *Journal of Small Business & Entrepreneurship*, 33(2), 153–181. <https://doi.org/10.1080/08276331.2018.1551457>
- AitElMekki, O. (2020). Is Socially Responsible Investment Outperforming Conventional Investment or Not? A Meta—Analysis. *American Journal of Industrial and Business Management*, 10(11), Article 11. <https://doi.org/10.4236/ajibm.2020.1011110>
- Arjaliès, D.-L., Bouchet, V., Crifo, P., & Mottis, N. (2020). La mesure d'impact et l'Investissement Socialement Responsable (ISR): Un tour d'horizon. In *Zone frontières et entreprise socialement responsable – Perspective multiple: Droit, administration et éthique* (Yvon Blais (Canada) and Mare&Martin (France)).
- Arthur, W. B. (1989). Competing Technologies, Increasing Returns, and Lock-In by Historical Events. *The Economic Journal*, 99(394), 116–131. <https://doi.org/10.2307/2234208>
- 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*, 329, 65–78. <https://doi.org/10.7202/1017934ar>
- Artis, A. (2015a). Chapitre 5. Financement des structures de l'ESS et finances solidaires. In H. Robert, *Économie sociale et solidaire* (pp. 135–165). Dunod. <https://doi.org/10.3917/dunod.holcm.2015.03.0135>
- Artis, A. (2015b). Financement des structures de l'ESS et finances solidaires. *Économie sociale et solidaire*, 135–165. Cairn.info. <https://doi.org/10.3917/dunod.holcm.2015.03.0135>
- Artis, A. (2017). Social and solidarity finance: A conceptual approach. *Research in International Business and Finance*, 39, 737–749. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.11.011>
- Artis, A., & Cornée, S. (2016). Composition, interprétation et mémorisation du savoir idiosyncrasique dans la banque solidaire. *Systèmes d'information & management*, 21(3), 93–131. Cairn.info. <https://doi.org/10.3917/sim.163.0093>

- Atz, U., Van Holt, T., Liu, Z. Z., & Bruno, C. C. (2023). Does sustainability generate better financial performance? Review, meta-analysis, and propositions. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 13(1), 802–825. <https://doi.org/10.1080/20430795.2022.2106934>
- Badía, G., Cortez, M. C., & Ferruz, L. (2020). Socially responsible investing worldwide: Do markets value corporate social responsibility? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(6), 2751–2764. <https://doi.org/10.1002/csr.1999>
- Barman, E. (2015). Of Principle and Principal: Value Plurality in the Market of Impact Investing. *Valuation Studies*, 3(1), Article 1. <https://doi.org/10.3384/VS.2001-5592.15319>
- Barman, E. (2016). *Caring Capitalism: The Meaning and Measure of Social Value*. Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/CBO9781316104590>
- Barman, E. (2020). Many a Slip: The Challenge of Impact as Boundary Object in Social Finance. *Historical Social Research / Historische Sozialforschung*, 45(3), 31–52.
- Barnett, M. L., & Salomon, R. M. (2006). Beyond dichotomy: The curvilinear relationship between social responsibility and financial performance. *Strategic Management Journal*, 27(11), 1101–1122. <https://doi.org/10.1002/smj.557>
- Barroso, J. S. S., & Araújo, E. A. (2020). Socially responsible investments (SRIs) – mapping the research field. *Social Responsibility Journal*, 17(4), 508–523. <https://doi.org/10.1108/SRJ-06-2019-0204>
- Becker, M. G., Martin, F., & Walter, A. (2022). The power of ESG transparency: The effect of the new SFDR sustainability labels on mutual funds and individual investors. *Finance Research Letters*, 47(PB). <https://ideas.repec.org/a/eee/finlet/v47y2022ipbs1544612322000332.html>
- Belfrage, C. (2008). Towards ‘universal financialisation’ in Sweden? *Contemporary Politics*, 14(3), 277–296. <https://doi.org/10.1080/13569770802396337>
- Birch, K., & Muniesa, F. (2020). *Assetization: Turning Things into Assets in Technoscientific Capitalism*. The MIT Press.
- Blatt, S. (2004). *An In-Depth Look at the Information Ratio* [Master Thesis, Worcester Polytechnic Institute]. <https://www.semanticscholar.org/paper/An-In-Depth-Look-at-the-Information-Ratio-Blatt/e4161f1297bc2b9ea6259e201cd655fbe8022311>
- 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(3), 117–139.
- Brest, P., & Born, K. (2013). Unpacking the Impact in Impact Investing. *Stanford SOCIAL INNOVATION Review*. https://ssir.org/articles/entry/unpacking_the_impact_in_impact_investing

Brest, P., Gilson, R., & Wolfson, M. (2018). How Investors Can (and Can't) Create Social Value. *Journal of Corporation Law*, 44, 205.

Bridges Ventures. (2010). *Investing for Impact—Case studies across asset classes*.

Brière, M., & Ramelli, S. (2021). *Responsible Investing and Stock Allocation* (SSRN Scholarly Paper 3853256). Social Science Research Network. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3853256>

Bruno, I. (2015). Défaire l'arbitraire des faits. De l'art de gouverner (et de résister) par les « données probantes ». *Revue Française de Socio-Économie, Hors-série(2)*, 213–227. Cairn.info. <https://doi.org/10.3917/rfse.hs1.0213>

Bugg-Levine, A., & Emerson, J. (2011). Impact Investing: Transforming How We Make Money while Making a Difference. *Innovations: Technology, Governance, Globalization*, 6(3), 9–18. https://doi.org/10.1162/INOV_a_00077

Burnier, D., Balsiger, P., & Kabouche, N. (2022). Dépeindre la finance comme une « force pour le bien »: Analyse de discours du Global Impact Investing Network (GIIN). *Natures Sciences Sociétés*, 30(3–4), Article 3–4. <https://doi.org/10.1051/nss/2023004>

Busch, T., Bauer, R., & Orlitzky, M. (2016). Sustainable Development and Financial Markets: Old Paths and New Avenues. *Business & Society*, 55(3), 303–329.

Callon, M., & Muniesa, F. (2005). Peripheral Vision: Economic Markets as Calculative Collective Devices. *Organization Studies*, 26(8), 1229–1250. <https://doi.org/10.1177/0170840605056393>

Capelle-Blancard, G., Desroziers, A., Petit-Romec, A., & Garel, A. (2021). L'investissement socialement responsable: Changement structurel et faux semblant. *Revue Française de Gestion*, 47(300), 61–99. <https://doi.org/10.3166/rfg.2021.00576>

Capelle-Blancard, G., & Monjon, S. (2012). Trends in the literature on socially responsible investment: Looking for the keys under the lamppost. *Business Ethics: A European Review*, 21(3), 239–250. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8608.2012.01658.x>

Capelle-Blancard, G., & Monjon, S. (2014). The Performance of Socially Responsible Funds: Does the Screening Process Matter? *European Financial Management*, 20(3), 494–520. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2012.00643.x>

Carhart, M. M. (1997). On Persistence in Mutual Fund Performance. *The Journal of Finance*, 52(1), 57–82. <https://doi.org/10.2307/2329556>

Carroll, A. B. (1979). A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance. *The Academy of Management Review*, 4(4), 497–505. <https://doi.org/10.2307/257850>

Caseau, C. (2021). Impact investing: La face cachée d'un discours “hybride” ? *Entreprendre Innover*, 48(1), 41–50.

- Chabanet, D., & Richez-Battesti, N. (2021). Le processus d'institutionnalisation de l'économie sociale et solidaire en France au prisme de la loi de juillet 2014: Quand les logiques marchandes et concurrentielles prennent le pas sur les logiques de transformations sociales. *Management international / International Management / Gestión Internacional*, 25(4), 101–115. <https://doi.org/10.7202/1083845ar>
- Chaïbi, O. (2014). Le « crédit des travailleurs »: Un aperçu du crédit populaire en France de 1848 à 1914. *Vie sociale*, 7(3), 13–29. Cairn.info. <https://doi.org/10.3917/vsoc.143.0013>
- Charreaux, G., & Albouy, M. (2017). La construction de la théorie financière moderne: De la finance néoclassique à la finance néoinstitutionnelle et comportementale. Une introduction aux grands auteurs en finance. In *Les Grands Auteurs en Finance* (Vol. 2, pp. 4–54). EMS Éditions. <https://doi.org/10.3917/ems.albou.2017.01.0004>
- 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(4), 145–167. Cairn.info. <https://doi.org/10.3917/mav.054.0145>
- Château-Terrisse, P. (2013). *Les outils de gestion, transporteurs et régulateurs des logiques institutionnelles: Cas de deux organisations de capital-risque solidaire* [Thèse de doctorat en Sciences de gestion, Université Paris-Est]. <https://theses.hal.science/tel-00943599v2>
- Château-Terrisse, P., & Dubocage, E. (2022). Formes d'innovation sociale organisationnelle des fonds de capital-risque solidaire en France. *Innovations*, 68(2), 21–51. Cairn.info. <https://doi.org/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(4), 96–114. Cairn.info. <https://doi.org/10.7202/1020732ar>
- Chen, J., Hong, H., Huang, M., & Kubik, J. D. (2004). Does Fund Size Erode Mutual Fund Performance? The Role of Liquidity and Organization. *American Economic Review*, 94(5), 1276–1302. <https://doi.org/10.1257/0002828043052277>
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1–23. <https://doi.org/10.1002/smj.2131>
- Chiapello, E. (2015). Financialisation of Valuation. *Human Studies*, 38(1), 13–35. <https://doi.org/10.1007/s10746-014-9337-x>
- Chiapello, E. (2017). La financiarisation des politiques publiques. *Mondes en développement*, 178(2), 23–40. Cairn.info. <https://doi.org/as>
- Chiapello, E. (2020). Financialization as a Socio-technical Process. In *The Routledge International Handbook of Financialization* (p. 530). Routledge. <https://doi.org/10.4324/9781315142876-7>

- Chiapello, E. (2023). Impact finance: How social and environmental questions are addressed in times of financialized capitalism. *Review of Evolutionary Political Economy*, 4(2), 199–220. <https://doi.org/10.1007/s43253-023-00104-y>
- Chiapello, E., & Boltanski, L. (2011). *Le nouvel esprit du capitalisme*. Gallimard.
- Chiapello, E., & Engels, A. (2021). The fabrication of environmental intangibles as a questionable response to environmental problems. *Journal of Cultural Economy*, 14(5), 517–532. <https://doi.org/10.1080/17530350.2021.1927149>
- Chiapello, E., Eyraud, C., Lorino, P., Supiot, A., & Lemarchand, Y. (2015). À propos de l’emprise du chiffre. *Entreprises et histoire*, 79(2), 174–187. <https://doi.org/10.3917/eh.079.0174>
- 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(1 (159)), 152–188.
- Chiapello, E., & Knoll, L. (2020). Social Finance and Impact Investing: Governing Welfare in the Era of Financialization. *Historical Social Research*, 45(3), 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(2), 135–173. <https://doi.org/10.1515/erj-2014-0011>
- Coelho, R., Jayantilal, S., & Ferreira, J. J. (2023). The impact of social responsibility on corporate financial performance: A systematic literature review. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 30(4), 1535–1560. <https://doi.org/10.1002/csr.2446>
- 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>
- Darpeix, P.-E., & Mosson, N. (2021). *Frais et performances des fonds commercialisés en France et intégrant une approche extra-financière entre 2012 et 2018*. AMF.
- Davis, G. F., & Kim, S. (2015). Financialization of the Economy. *Annual Review of Sociology*, 41(1), 203–221. <https://doi.org/10.1146/annurev-soc-073014-112402>
- Defourny, J., & Nyssens, M. (Eds.). (2017). *Économie sociale et solidaire: Socioéconomie du 3e secteur*. De Boeck Supérieur.
- Desrosières, A. (2010). *La politique des grands nombres: Histoire de la raison statistique*. La Découverte.
- Devin, P. (2022). *Les fonds « purs solidaires »—Etat des lieux*. FAIR.

- Devin, P. (2025). La finance à impact—Éclairage sur les pratiques d'une société française de gestion d'actifs solidaires. *Entreprise & Société*, 2024 – 1(n°15), 105–134. <https://doi.org/10.48611/isbn.978-2-406-17807-1.p.0105>
- Direction Générale du Trésor. (2013). *Etude d'impact—Projet de loi relatif à l'économie sociale et solidaire*. <https://www.senat.fr/leg/etudes-impact/pjl12-805-ei/pjl12-805-ei.html>
- Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. *The Academy of Management Review*, 20(1), 65–91. <https://doi.org/10.2307/258887>
- Duménil, G., & Lévy, D. (2001). Costs and Benefits of Neoliberalism. A Class Analysis (Coûts et avantages du néolibéralisme. Une analyse de classe). *Review of International Political Economy*, 8(4), 578–607.
- Duverger, T. (2014). La réinvention de l'économie sociale: Une histoire du Cnlamca. *RECMA*, 334(4), 30–43. Cairn.info. <https://doi.org/10.7202/1027274ar>
- Duverger, T. (2023). *L'économie sociale et solidaire*. La Découverte; Cairn.info. <https://www.cairn.info/l-economie-sociale-et-solidaire--9782348075551.htm>
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857.
- Espeland, W. N., & Sauder, M. (2007). Rankings and Reactivity: How Public Measures Recreate Social Worlds. *American Journal of Sociology*, 113(1), 1–40. <https://doi.org/10.1086/517897>
- Espeland, W. N., & Stevens, M. L. (1998). Commensuration as a Social Process. *Annual Review of Sociology*, 24, 313–343.
- ESS France. (2017). *Le financement des entreprises de l'Economie Sociale et Solidaire—Rapport de la commission présidée par Frédéric Tiberghien*. <https://www.ess-france.org/rapport-sur-le-financement-des-entreprises-de-l-economie-sociale-et-solidaire>
- ESS France. (2020). *Atlas commenté de l'économie sociale et solidaire 2020: Observatoire national de l'ESS - CNCRESS Ed. 4*. Dalloz.
- Eurosif. (2012). *European SRI study*.
- EVPA. (2022). *Accelerating Impact*. <https://www.evpa.ngo/insights/accelerating-impact>
- FAIR. (2021a). *Charte de la finance à impact social*.
- FAIR. (2021b). *Zoom 2021 sur la finance solidaire*.
- FAIR. (2022). *Zoom 2022 sur la finance solidaire et à impact social*.
- FAIR. (2023). *Zoom 2023 sur la finance solidaire*.
- FAIR. (2024). *Zoom 2024 sur la finance solidaire*.

- FAIR. (2025a). *Guide pratique—Investissement à impact: Les bonnes pratiques pour engager sa démarche*.
- FAIR. (2025b). *Règlement du label Finansol* (p. 36).
- Favereau, O. (2014). *Entreprises: La grande déformation*. Parole et Silence.
- Finansol. (2014). *Les épargnants solidaires* (p. 100).
- FIR, & France Invest. (2020). *Investissement à impact—Une définition exigeante pour le coté et le non-coté*.
- Florez, L., Holleaux, D., & Mottis, N. (2023). La finance peut-elle verdir le monde ? *Le journal de l'école de Paris du management*, 159(1), 22–28. Cairn.info. <https://doi.org/10.3917/jepam.159.0022>
- Foucault, M. (2004). *La Naissance de la biopolitique. Cours au Collège de France*. SEUIL.
- Fox, M., Nguyen, A., & Dumas, C. (2023). Efficacité des labels à but non lucratif et des notations commerciales pour orienter les flux financiers vers des fonds durables. *Management & Prospective*, 40(3–4), 126–140. Cairn.info. <https://doi.org/10.3917/g2000.403.0126>
- Freeman, R. E. (1994). The Politics of Stakeholder Theory: Some Future Directions. *Business Ethics Quarterly*, 4(4), 409–421. <https://doi.org/10.2307/3857340>
- Freeman, R. E., & Reed, D. L. (1983). Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance. *California Management Review*, 25(3), 88–106. <https://doi.org/10.2307/41165018>
- Freireich, J., & Fulton, K. (2009). *Investing for Social and Environmental Impact: A design for catalyzing an emerging industry*. Monitor Institute. <https://thegiin.org/research/publication/investing-for-social-and-environmental-impact>
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Friedman, M. (1970, September 13). A Friedman Doctrine: The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits. *The New York Times*. <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>
- Galagedera, D. U. A., Fukuyama, H., Watson, J., & Tan, E. K. M. (2020). Do mutual fund managers earn their fees? New measures for performance appraisal. *European Journal of Operational Research*, 287(2), 653–667. <https://doi.org/10.1016/j.ejor.2020.04.009>
- Gardin, L., Jany-Catrice, F., & Pinaud, S. (2017). L'économie sociale et solidaire et les formes de son évaluation. In J. Defourny & M. Nyssens (Eds.), *Économie sociale et solidaire: Socioéconomie du 3e secteur* (1er édition, pp. 363–396). De Boeck Supérieur.

- Gendron, C., & Bourque, G. L. (2003). Une finance responsable à l'ère de la mondialisation économique. *L'Économie politique*, 18(2), 50–61. Cairn.info. <https://doi.org/10.3917/leco.018.0050>
- Ghoul, S. E., & Karoui, A. (2022). Fund performance and social responsibility: New evidence using social active share and social tracking error. *Journal of Banking & Finance*, 143, 106598. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2022.106598>
- GIIN. (2020). *The State of Impact Measurement and Management Practice, Second Edition*. <https://thegiin.org/research/publication/imm-survey-second-edition/>
- GIIN. (2025). *What you need to know about impact investing*. <https://thegiin.org/publication/post/about-impact-investing/>
- Golka, P. (2019). *Financialization As Welfare: Social Impact Investing and British Social Policy 1997-2016* (1st ed. 2019 édition). Springer Nature Switzerland AG.
- Golka, P. (2023). The allure of finance: Social impact investing and the challenges of assetization in financialized capitalism. *Economy and Society*, 52(1), 62–86. <https://doi.org/10.1080/03085147.2023.2151221>
- Goodwin, T. H. (1998). The Information Ratio. *Financial Analysts Journal*, 54(4), 34–43.
- Grinold, R. C., & Kahn, R. N. (2000). *Active Portfolio Management* (McCraw-Hill).
- GSG France. (2024). *Panorama 2024 de la finance à impact*.
- GSG France, FAIR, FIR, & France Invest. (2024). *Le guide de bonnes pratiques pour les fonds solidaires par le GSG France for Impact Finance*.
- Guérin, I., & Vallat, D. (2000). Très petites entreprises et exclusion bancaire en France: Les partenariats associations-banques. *Revue d'économie financière*, 58(3), 151–162. <https://doi.org/10.3406/ecofi.2000.3488>
- Gui, B. (1991). The Economic Rationale for the 'Third Sector'. *Annals of Public and Cooperative Economics*, 62(4), 551–572. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8292.1991.tb01367.x>
- Hehenberger, L., Mair, J., & Metz, A. (2019). The Assembly of a Field Ideology: An Idea-Centric Perspective on Systemic Power in Impact Investing. *Academy of Management Journal*, 62(6), 1672–1704. <https://doi.org/10.5465/amj.2017.1402>
- Hellman, J. (2020). Feeling Good and Financing Impact: Affective Judgments as a Tool for Social Investing. *Historical Social Research / Historische Sozialforschung*, 45(3), 95–116.
- 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(2), 449–475. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2327-0>

IFD, (Institut de la Finance) Durable. (2021). *Définition de la finance à impact*. <https://financefortomorrow.com/actualites/finance-a-impact-publication-des-premiers-travaux-du-groupe-de-place/>

International Finance Corporation, (IFC). (2019). *Creating Impact—The Promise of Impact Investing*. https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/Publications_EXT_Content/IFC_External_Publication_Site/Publications_Listing_Page/promise-of-impact-investing

Ioannou, I., & Serafeim, G. (2015). The impact of corporate social responsibility on investment recommendations: Analysts' perceptions and shifting institutional logics. *Strategic Management Journal*, 36(7), 1053–1081. <https://doi.org/10.1002/smj.2268>

Israelsen, C. (2005). A refinement to the Sharpe ratio and information ratio. *Journal of Asset Management*, 5(6), 423–427.

Jackson, E. T. (2013). Interrogating the theory of change: Evaluating impact investing where it matters most. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 3(2), 95–110. <https://doi.org/10.1080/20430795.2013.776257>

Jany-Catrice, F. (2012). *La performance totale: Nouvel esprit du capitalisme ?* PU SEPTENTRION.

Jany-Catrice, F. (2020). *Une économie politique des mesures d'impact social* (CIRIEC Working Papers 2020/14; CIRIEC Working Papers, Vol. 2020/14). CIRIEC. <https://doi.org/10.25518/ciriec.wp202014>

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

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, 107945. <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2023.107945>

Joliet, R., & Titova, Y. (2018). Equity SRI funds vacillate between ethics and money: An analysis of the funds' stock holding decisions. *Journal of Banking & Finance*, 97, 70–86. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.09.011>

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

Kabouche, N. (2024). *De la vertu du commerce au commerce des vertus: Sociologie de l'impact investing à Genève et de sa moralité marchande* [These de doctorat, Paris, Institut d'études politiques]. <https://theses.fr/2024IEPP0015>

Kim, C.-S. (2019). Can Socially Responsible Investments Be Compatible with Financial Performance? A Meta-analysis. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 48(1), 30–64. <https://doi.org/10.1111/ajfs.12244>

Kiyamaz, H. (2019). Factors influencing SRI fund performance. *Journal of Capital Markets Studies*, 3(1), 68–81. <https://doi.org/10.1108/JCMS-04-2019-0016>

- Kleszczowski, J. (2020). Comment évaluer l'impact social des organisations à but non lucratif? Le cas d'Apprentis d'Auteuil. *Finance Contrôle Stratégie*, NS-10, Article NS-10. <https://doi.org/10.4000/fcs.5731>
- 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(4), 554–574. <https://doi.org/10.1177/1086026620919202>
- Kotsantonis, S., & Serafeim, G. (2019). Four Things No One Will Tell You About ESG Data. *Journal of Applied Corporate Finance*, 31(2), 50–58. <https://doi.org/10.1111/jacf.12346>
- Krippner, Greta. R. (2005). The financialization of the American economy. *Socio-Economic Review*, 3(2), 173–208. <https://doi.org/10.1093/SER/mwi008>
- La Croix, & FAIR. (2022). *Baromètre de la finance solidaire—Édition 2022-2023*.
- Langley, P. (2007). The uncertain subjects of Anglo-American financialization. *Cultural Critique*, 65(Winter). <https://doi.org/10.1353/cul.2007.0009>
- Laville, J.-L. (2016). *L'Économie sociale et solidaire Pratiques, théories, débats* (Points).
- Lazonick, W., & O'Sullivan, M. (2000). Maximizing shareholder value: A new ideology for corporate governance. *Economy and Society*, 29(1), 13–35. <https://doi.org/10.1080/030851400360541>
- Lean, H. H., Ang, W. R., & Smyth, R. (2015). Performance and performance persistence of socially responsible investment funds in Europe and North America. *The North American Journal of Economics and Finance*, 34, 254–266. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2015.09.011>
- Lee, D. D., Humphrey, J. E., Benson, K. L., & Ahn, J. Y. K. (2010). Socially responsible investment fund performance: The impact of screening intensity. *Accounting & Finance*, 50(2), 351–370. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2009.00336.x>
- Linde, C. van der, & Porter, M. E. (1995). Green and Competitive: Ending the Stalemate. *Harvard Business Review*, 73(5).
- Lintner, J. (1965). The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13–37. <https://doi.org/10.2307/1924119>
- Loi N° 2001-152 Du 19 Février 2001 Sur l'épargne Salariale (1).
- Loi N° 2003-775 Du 21 Août 2003 Portant Réforme Des Retraites (1).
- LOI N° 2008-776 Du 4 Août 2008 de Modernisation de l'économie (1), 2008-776 (2008).
- LOI N° 2014-856 Du 31 Juillet 2014 Relative à l'économie Sociale et Solidaire (1), 2014-856 (2014).
- LOI N° 2019-486 Du 22 Mai 2019 Relative à La Croissance et La Transformation Des Entreprises (1), 2019-486 (2019).

- Loiselet, E. (2003). Investissement socialement responsable: L'âge de la diffusion. *L'Économie politique*, 18(2), 62–74. <https://doi.org/10.3917/leco.018.0062>
- Margolis, J., Elfenbein, H., & Walsh, J. (2009). Does it Pay to Be Good...And Does it Matter? A Meta-Analysis of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1866371>
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91. <https://doi.org/10.2307/2975974>
- Mottis, N. (2024). Finance et transition: Une équation impossible ? *Le Journal de l'École de Paris du management*, 166(2), 44–46. <https://doi.org/10.3917/jepam.166.0044>
- Muniesa, F., Doganova, L., Ortiz, H., Pina-Stranger, Á., Paterson, F., Bourgoïn, A., Ehrenstein, V., Juven, P.-A., Pontille, D., Saraç-Lesavre, B., & Yon, G. (2017). *Capitalization: A Cultural Guide* (1er édition). Presses des Mines.
- NAB France. (2023). *Panorama de la finance à impact 2023*. <https://www.franceinvest.eu/panorama-de-la-finance-a-impact-2023/>
- O'Donohoe, N., Leijonhufvud, C., Saltuk, Y., Bugg-Levine, A., & Brandenburg, M. (2010). *Impact investments: An emerging asset class*.
- Omura, A., Roca, E., & Nakai, M. (2021). Does responsible investing pay during economic downturns: Evidence from the COVID-19 pandemic. *Finance Research Letters*, 42, 101914. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101914>
- Pastor, L., Stambaugh, R., & Taylor, L. A. (2015). Scale and skill in active management. *Journal of Financial Economics*, 116(1), 23–45.
- Patton, A., Chakaniza, P., Burns, R., & Jaron Pina, J. (2024). *Impact Linked Compensation—Considerations, Design Options and Frameworks*. <https://impactlinked.co>
- Pierson, P. (1993). When Effect Becomes Cause: Policy Feedback and Political Change. *World Politics*, 45(4), 595–628. <https://doi.org/10.2307/2950710>
- Polanyi, K. (1983). *La Grande Transformation: Aux origines politiques et économiques de notre temps*. Gallimard.
- Porter, M. E. (1991). America' Green Strategy. *Scientific American*, 264(4), 168.
- Porter, T. M. (2017). *La confiance dans les chiffres: La recherche de l'objectivité dans la science et dans la vie publique* (G. Marino, Trans.; 1er édition). Les Belles Lettres.
- Postel-Vinay, G. (2024). La finance responsable: Une longue histoire. *Annales des Mines - Réalités industrielles*, 2024(3), 8–16. <https://doi.org/10.3917/rindu1.243.0008>
- PRI. (2024). *Principles for Responsible Investment—Annual Report 2024*.

- Renneboog, L., Ter Horst, J., & Zhang, C. (2008). The price of ethics and stakeholder governance: The performance of socially responsible mutual funds. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 302–322. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.03.009>
- Reuter, J., & Zitzewitz, E. (2021). How Much Does Size Erode Mutual Fund Performance? A Regression Discontinuity Approach. *Review of Finance*, 25(5), 1395–1432. <https://doi.org/10.1093/rof/rfab016>
- Revelli, C. (2012). La place de l'investissement socialement responsable (ISR) dans le champ de la finance durable: Proposition d'une grille de lecture. *La Revue des Sciences de Gestion*, 258(6), 43–49. <https://doi.org/10.3917/rsg.258.0043>
- Revelli, C., & Viviani, J.-L. (2015). Financial performance of socially responsible investing (SRI): What have we learned? A meta-analysis. *Business Ethics: A European Review*, 24(2), 158–185. <https://doi.org/10.1111/beer.12076>
- Robé, J.-P. (2016). Actionnaire: L'actionnaire est-il un créancier résiduel ? In P. Batifoulier, F. Bessis, A. Ghirardello, G. de Larquier, & D. Remillon (Eds.), *Dictionnaire des conventions: Autour des travaux d'Olivier Favereau* (pp. 23–26). Presses universitaires du Septentrion. <https://doi.org/10.4000/books.septentrion.14371>
- Robertson, M. M. (2006). The Nature That Capital Can See: Science, State, and Market in the Commodification of Ecosystem Services. *Environment and Planning D: Society and Space*, 24(3), 367–387. <https://doi.org/10.1068/d3304>
- Rubinstein, M. (2002). Markowitz's 'Portfolio Selection': A Fifty-Year Retrospective. *The Journal of Finance*, 57(3), 1041–1045.
- Scheitza, L., & Busch, T. (2024). SFDR Article 9: Is it all about impact? *Finance Research Letters*, 62, 105179. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.105179>
- Servet, J.-M. (Ed.) (with Blanc, J., Guérin, I., Vallat, D., & Lebègue, D.). (1999). *Exclusion et liens financiers: Rapport du Centre Walras, 1999-2000*.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>
- Sharpe, W. F. (1966). Mutual Fund Performance. *The Journal of Business*, 39(1), 119–138.
- Site internet de FAIR - Glossaire. (2022). <https://www.finance-fair.org/fr/glossaire>
- Social Impact Investment Taskforce. (2014). *Impact Investment: The Invisible Heart of Markets*. <https://gsgii.org/reports/impact-investment-the-invisible-heart-of-markets/>
- Stanwick, P. A., & Stanwick, S. D. (1998). The Relationship Between Corporate Social Performance, and Organizational Size, Financial Performance, and Environmental Performance: An Empirical Examination. *Journal of Business Ethics*, 17(2), 195–204. <https://doi.org/10.1023/A:1005784421547>

- Star, S. L., & Griesemer, J. R. (1989). Institutional Ecology, 'Translations' and Boundary Objects: Amateurs and Professionals in Berkeley's Museum of Vertebrate Zoology, 1907-39. *Social Studies of Science*, 19(3), 387–420. <https://doi.org/10.1177/030631289019003001>
- Stiglitz, J. E. (2019, November 4). The End of Neoliberalism and the Rebirth of History | by Joseph E. Stiglitz. *Project Syndicate*. <https://www.project-syndicate.org/commentary/end-of-neoliberalism-unfettered-markets-fail-by-joseph-e-stiglitz-2019-11>
- Stout, L. A. (2012). *The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public*. Berrett-Koehler Publishers.
- Studer, M., & Jany-Catrice, F. (2023, March 13). La mesure d'impact à son sommet. *AOC media - Analyse Opinion Critique*. <https://aoc.media/opinion/2023/03/13/la-mesure-dimpact-a-son-sommet/>
- Syed, A. M. (2017). Socially responsible: Are they profitable? *Research in International Business and Finance*, 42, 1504–1515. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.090>
- Taupin, M.-T., & Glémain, P. (2007a). De la finance alternative à la finance solidaire: Quel degré de dépendance institutionnelle ? In A. Dussuet & J.-M. Lauzanas (Eds.), *L'économie sociale entre informel et formel: Paradoxes et innovations* (pp. 151–182). Presses universitaires de Rennes. <http://books.openedition.org/pur/45999>
- Taupin, M.-T., & Glémain, P. (2007b). Les Logiques D'acteurs Des Finances Solidaires Contemporaines: De La Resistance a La Resilience? *Annals of Public and Cooperative Economics*, 78(4), 629–661. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8292.2007.00348.x>
- Taupin, M.-T., & Glémain, P. (2007c). Quelle(s) responsabilité(s) pour les finances solidaires ? *RECMA*, 304(2), 27–45. Cairn.info. <https://doi.org/10.7202/1021530ar>
- The Rockefeller Foundation, & E.T. Jackson and Associates. (2012). *Accelerating Impact—Achievements, Challenges and What's Next in Building the Impact Investing Industry*.
- Thiveaud, J.-M. (1997). *Les évolutions du système bancaire français de l'entre-deux-guerres à nos jours: Spécialisation, déspecialisation, concentration, concurrence*. <https://doi.org/10.3406/ecofi.1997.2290>
- Tordjman, H., & Boisvert, V. (2012). L'idéologie marchande au service de la biodiversité? *Mouvements*, 70(2), 31–42. <https://doi.org/10.3917/mouv.070.0031>
- Trelstad, B. (2016). Impact Investing: A Brief History. *Capitalism & Society*, 11–2(4). <https://papers.ssrn.com/abstract=2886088>
- Vallat, D. (1999). *Exclusion et liens financiers de proximité (financement de micro-activités)* [Thèse de doctorat en Sciences économiques, Université Lumière Lyon 2]. <https://halshs.archives-ouvertes.fr/tel-01638378>

- Vallat, D. (2003). Finances solidaires: Quelle dimension politique ? *Hermès, La Revue*, 36(2), 73–82. Cairn.info. <https://doi.org/10.4267/2042/9361>
- van Beurden, P., & Gössling, T. (2008). The Worth of Values: A Literature Review on the Relation between Corporate Social and Financial Performance. *Journal of Business Ethics*, 82(2), 407–424.
- van der Zwan, N. (2014). Making sense of financialization. *Socio-Economic Review*, 12(1), 99–129. <https://doi.org/10.1093/ser/mwt020>
- Vasconcelos, Ó. A. (2018). *Finances solidaires en France et au Brésil: Le rôle des initiatives citoyennes dans le développement de l'économie solidaire au-delà de la dimension financière* [Thèse de doctorat, Conservatoire national des arts et métiers - CNAM; Universidade federal da Bahia]. <https://theses.hal.science/tel-02124469v1>
- Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). The Corporate Social Performance-Financial Performance Link. *Strategic Management Journal*, 18(4), 303–319.
- White, H. (1980). A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity. *Econometrica*, 48(4), 817–838. <https://doi.org/10.2307/1912934>

Titre de la thèse

Finance solidaire et finance à impact en France : Trois essais sur les fonds d'investissement solidaires entre logique financière et extra-financière

Résumé

Cette thèse analyse l'évolution de la finance solidaire en France à travers l'essor des fonds d'investissement solidaires. Elle met en lumière les tensions entre logique financière et l'objectif solidaire initial, en s'appuyant sur trois cas. La finance solidaire a historiquement reposé sur des réseaux locaux de citoyens et de financeurs. Depuis les années 2000, avec l'émergence des fonds d'investissement solidaires, la finance solidaire s'est institutionnalisée sous l'impulsion des politiques publiques et du cadre réglementaire. Ces fonds solidaires, généralement composés de 90 à 95% d'actifs cotés sélectionnés selon une approche responsable, et de 5 à 10% de titres émis par des entreprises solidaires, ont permis une augmentation significative des capitaux investis. Cependant, cette structuration a introduit des logiques financières altérant le fonctionnement originel du secteur. Le premier cas met en évidence l'institutionnalisation et la financiarisation de la finance solidaire. Si l'institutionnalisation a permis une expansion de l'épargne solidaire, les gestionnaires d'actifs ont introduit des logiques qui tendent à éloigner les investisseurs des entreprises solidaires qu'ils sont censés soutenir. L'étude montre que l'augmentation des flux financiers vers les fonds solidaires ne garantit pas nécessairement une amélioration du financement des entreprises solidaires. L'intermédiation accrue – *via* les Fonds Professionnels Spécialisés (FPS) – réduit la transparence et dilue l'impact réel des investissements. Le second cas compare deux fonds d'investissement : un fonds « 90-10 » et un FPS solidaire. L'analyse met en évidence des différences dans les stratégies et méthodologies d'évaluation de l'impact. Alors que le fonds « 90-10 » cherche un équilibre entre rendement et impact via des métriques et stratégies de sélection avancées, le FPS privilégie l'investissement à fort impact mais avec une transparence, quant au reporting d'impact, plus limitée. Cette comparaison illustre les tensions entre « *finance first* » et « *impact first* », tout en soulignant que ces logiques ne sont pas nécessairement antagonistes. Le troisième cas analyse économétriquement la performance des fonds solidaires français entre 2020 et 2023. Il révèle que la composante solidaire et le score de durabilité affectent négativement les rendements financiers. Cependant, ces fonds montrent une résilience et une capacité d'adaptation qui les rapprochent des performances des fonds classiques, malgré leurs contraintes extra-financières.

La thèse met en lumière les transformations profondes de la finance solidaire sous l'effet de la financiarisation et du développement des fonds d'investissement. L'essor des fonds solidaires a permis de mobiliser des capitaux importants, mais au prix d'une intermédiation croissante et d'une modification des pratiques. En effet, la finance solidaire fait face à l'immixtion des pratiques de la finance à impact et de la finance responsable, toutes deux issues de la finance conventionnelle, ce qui pose la question de la conservation des missions historiques de la finance solidaire.

Mots clés

Fonds solidaire ; Finance solidaire ; Entreprises solidaires ; Financiarisation; Impact social

Thesis title

Solidarity-based Finance and Impact Investing in France: Three Essays on Solidarity Investment Funds between Financial and Extra-Financial Logics

Abstract

This thesis analyses the evolution of solidarity finance in France through the rise of solidarity investment funds. It highlights the tensions between financial imperatives and the original solidarity-oriented mission, based on three case studies. Historically, solidarity finance has been rooted in local networks of citizens and grassroots financial initiatives. Since the 2000s, with the emergence of solidarity investment funds, it has become institutionalised under the influence of public policies and regulatory frameworks. These solidarity funds, typically composed of 90 to 95% of listed assets selected according to responsible investment principles and 5 to 10% of securities issued by solidarity enterprises, have led to a significant increase in invested capital. However, this structuring has also introduced financial logics that have altered the sector's original functioning. The first case study highlights the institutionalisation and financialisation of solidarity finance. While institutionalisation has enabled the expansion of solidarity savings, asset managers have introduced market-driven logics that tend to distance investors from the solidarity enterprises they are meant to support. The study shows that the increase in financial flows towards solidarity funds do not necessarily lead to improved financing conditions for solidarity enterprises. Increased intermediation – *via* Professional Specialised Funds (FPS) – reduces transparency and dilutes the actual impact of investments. The second case study compares two investment funds: a “90-10” fund and a solidarity FPS. The analysis highlights differences in impact evaluation strategies and methodologies. While the “90-10” fund seeks a balance between financial returns and impact through advanced metrics and selection strategies, the FPS prioritises high-impact investments while providing less transparency in terms of impact reporting. This comparison illustrates the tensions between “finance first” and “impact first”, while also demonstrating that these logics are not necessarily antagonistic. The third case study conducts an econometric analysis of the financial performance of French solidarity funds between 2020 and 2023. It reveals that both the solidarity component and the sustainability score negatively impact financial returns. However, these funds exhibit resilience and adaptability, bringing their performance closer to that of conventional funds despite their extra-financial constraints.

The thesis sheds light on the profound transformations of solidarity-based finance under the influence of financialisation and the development of investment funds. The rise of solidarity investment funds has enabled the mobilisation of significant capital, but at the cost of growing intermediation and a shift in practices. Indeed, solidarity finance is now confronted with the incursion of practices from impact investing and responsible finance, both rooted in conventional finance, which raises critical questions about the preservation of its original mission.

Keywords

Solidarity-based funds; Solidarity finance; Social enterprises; Financialisation; Social impact